

332.1
WAH
/2 @.1

**REAKSI PENGUMUMAN RESTRUKTURISASI
PERBANKAN
TERHADAP HARGA DAN AKTIVITAS VOLUME
PERDAGANGAN SAHAM PERBANKAN DI BEJ**
*(Kasus pada Pengumuman Reformasi Perbankan 13 Maret 1999 dan Legal
Merger Bank Take Over 30 Juni 2000)*

Tesis

Diajukan kepada pengelola program studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen



Diajukan oleh:

Nama : LENNY INDRA WAHYANTI
NIM : C4A098186

Kepada
Program Studi Magister Manajemen
Program Pascasarjana
Universitas Diponegoro
Tahun 2000

SERTIFIKAT

Saya, Lenny Indra Wahyanti, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini maupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, oleh karena itu pertanggungjawaban sepenuhnya berada di pundak saya.

Lenny Indra Wahyanti

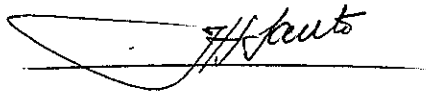
Oktober 2000

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul
**REAKSI PENGUMUMAN RESTRUKTURISASI PERBANKAN
TERHADAP HARGA DAN AKTIVITAS VOLUME
PERDAGANGAN SAHAM PERBANKAN DI BEJ**
*(Kasus pada Pengumuman Reformasi Perbankan 13 Maret 1999 dan Legal
Merger Bank Take Over 30 Juni 2000)*

yang disusun oleh Lenny Indra Wahyanti, NIM C4A098186
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 1 Desember 2000
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. L. Suryanto, MM

Pembimbing Anggota



Dra. Johanna. M Kodoatie, M Ec

Semarang 20 Desember 2000
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

This study is an event study that investigates how successful does the Indonesia government banking reforms measure in strengthening its banking system. There are two events to be investigated in this study, *first* The banking reforms announcement on March 13, 1999 which consist of the closure of 38 private banks, the taken over of 7 private banks, 9 private banks will be recapitalized and let 73 private banks to continue their operation without joining the recapitalization program; *second* Legal merger bank take over with Danamon announcement on June 30, 2000 to continue recovery banks which taken over since March 13, 1999. That event has caused fluctuation on Composite Stock Price Index (CSPI). Fluctuation in CSPI can cause abnormal return for investor. The purpose of this study are aimed to analyze stock price movement before and after announcement. This study also tries to compare abnormal return from two announcement.

These two events above, are expected to be good news or favorable information for investor on Jakarta Stock Exchange (JSX), and should be responded positively by investor which indicates significantly increase on banking stock after the event dates.

The sample is chosen in this study is ten samples of banking stock which were listed on JSX. The same samples in two period and they are a likuid or active samples which traded in JSX. Data used in this study are daily stock price, trading activity and daily CSPI.

The result did not find signifikan abnormal return around period 1999 although CSPI fluctuated sharply. It means, investor can minimize risk caused by that monetary event, significant abnormal return were not found because this announcement have anticipated the market. Trading volume activity (TVA) test has found that TVA of banking stock after the event date was significantly greater than before. In contrast, the result founded significant abnormal return around period 2000. But TVA test did not find differences banking stock after the event and before. About compare two period between 1999 and 2000, there is not find a difference significant abnormal return. It means, in the different condition investor will get the same average abnormal return. But, TVA test has founded a difference average abnormal return.

ABSTRAKSI

Penelitian ini mengenai *event study* yang meneliti tentang keberhasilan restrukturisasi perbankan yang dilakukan pemerintah dalam memperkuat system perbankan Indonesia. *Event* yang diteliti ada 2 yakni pengumuman reformasi perbankan 13 Maret 1999 dan *Legal Merger* 30 Juni 2000. tindakan *Legal Merger* ini adalah melanjutkan tahapan penyehatan perekonomian Indonesia setelah reformasi perbankan. Reformasi perbankan yang dilakukan adalah dengan menutup 38 bank, melakukan *Take Over* terhadap 7 bank, merekapitalisasi 9 bank dan membiarkan 73 bank beroperasi seperti biasa. Dalam *Legal Merger* dilakukan merger dari bank-bank take over dengan bank Danamon. *Event* tersebut menimbulkan fluktuasi terhadap IHSG. Adanya fluktuasi ini akan menyebabkan *abnormal return* bagi investor. penelitian ini akan meneliti lebih jauh reaksi tersebut dengan menganalisa harga saham sebelum dan sesudah serta pada saat *event*. Setelah itu juga akan dibanding reaksi dua *event* tersebut.

Dari dua *event* tersebut diharapkan menjadi berita yang baik bagi investor di BEJ sehingga tidak akan menimbulkan *abnormal return* negatif serta menimbulkan respon yang positif setelah adanya pengumuman tersebut.

Sampel yang dipakai adalah 10 saham perbankan yang terdaftar di BEJ. Diperoleh 10 saham dengan nama yang sama untuk 2 periode tersebut. Pemilihan saham adalah saham yang likuid atau aktif diperdagangkan di BEJ. Data yang diperlukan yakni harga saham harian, aktivitas perdagangan dan IHSG.

Hasil yang diperoleh yakni tidak ditemukannya *abnormal return* pada *event* yang sudah diantisipasi pasar (*anticipated events*) sedangkan pada peristiwa yang tidak diantisipasi pasar (*unanticipated events*) ditemukan *abnormal return*. Sedangkan untuk aktivitas volume perdagangan 1999 lebih tinggi pada saat setelah peristiwa. Hal itu kontras dengan tahun 2000, yakni tidak ada beda. Setelah dibandingkan antar 2 periode ternyata tidak terdapat perbedaan *abnormal return*. Dengan test TVA terdapat perbedaan *abnormal return*.

KATA PENGANTAR

Syukur pada Tuhan YME atas segala rahmat dan karunia yang telah dilimpahkan hingga penyusunan tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.

Maksud penyusunan tesis yang berjudul Reaksi Pengumuman Restrukturisasi Perbankan Terhadap Harga dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham Perbankan di BEJ (Kasus pada Pengumuman Reformasi Perbankan 13 Maret 1999 dan Legal Merger Bank Take Over 30 Juni 2000) adalah untuk menganalisis perilaku harga saham pada saat itu, apakah peristiwa moneter itu mempengaruhi pergerakan harga saham dan memberikan return yang tidak normal kepada investor. selain itu juga dimaksudkan untuk menganalisis faktor-faktor lain yang mempengaruhi pergerakan harga saham saat itu.

Diharapkan tesis ini dapat memberikan pertimbangan pada investor dalam pengambilan keputusan investasi di seputar peristiwa moneter terutam yang terkait dengan restrukturisasi perbankan.

Pada kesempatan ini, juga disampaikan ucapan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada :

1. Bp. **Drs L. Suryanto**, MM, selaku pembimbing utama yang telah bersedia memberikan petunjuk dan mengarahkan penyusunan tesis ini.
2. Ibu Dra **Johanna M. Kodoatie**, M Ec, selaku pembimbing anggota yang telah bersedia memberikan petunjuk dan mengarahkan penyusunan tesis ini.
3. Bp. **Drs M Nasir**, Msi, yang telah memberikan berbagai petunjuk di dalam penyusunan tesis ini.

4. Bp. Drs **Mulyo Haryanto**, MS, yang telah memberikan saran-saran di dalam penyempurnaan tesis ini.
5. Bp. Drs **Prasetiono**, Msi, yang telah memberikan berbagai petunjuk di dalam penyusunan tesis ini.
6. Bp. dan Ibu Dosen Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro, yang telah menyalurkan ilmunya sehingga dapat digunakan dalam penyusunan tesis ini.
7. **Papah** dan **Ibu** yang telah memberikan dorongan dan doa hingga tersusunnya tesis ini. Juga **Sengun-ku**, adik-adikku **Edwin** dan **Lisa** terima kasih atas bantuannya.
8. Teman-temanku **Ivone Juliastanti**, **Fatma Ngesti (Didiet)**, **Octalia**, **Prabowo**, **Pak Tunggul Madu**, **Pak Gurun**, **Pak MR Pri** serta semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah memberikan bantuan dan dorongan dalam penyusunan tesis ini.

Akhir kata, semoga tesis ini bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan berguna bagi pihak lain yang membutuhkannya.

Semarang, Desember 2000

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Isi	viii
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xii
Daftar Lampiran	xiii
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	10
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	11
1.4. Metodologi	11
1.5. Definisi Utama	13
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	13
2.1. Telaah Pustaka	13
2.2. Model dan Hipotesis	26

2.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian	29
BAB III. METODE PENELITIAN	31
3.1. Jenis dan Sumber Data	31
3.2. Populasi dan Sampel	32
3.3. Metode Pengumpulan Data	33
3.4. Teknik Analisa	33
BAB IV. ANALISIS DATA	43
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian	43
4.2. Proses dan Hasil Analisis	50
4.3. Pengujian Hipotesis Penelitian	51
BAB VI. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	75
5.1. Kesimpulan Hipotesis Penelitian	75
5.2. Kesimpulan Masalah Penelitian	80
5.3. Implikasi Pada Teori-teori Manajemen	84
5.4. Implikasi Pada Kebijakan Manajerial	85
5.5. Limitasi	86
5.6. Agenda Penelitian di Masa Datang	87
Daftar Pustaka	
Daftar Lampiran	
Daftar Riwayat Hidup	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Bank yang Diambil Alih Pemerintah	4
Tabel 1.2. Data Aktivitas Bursa Efek Jakarta Seputar Peristiwa Restrukturisasi Perbankan	7
Tabel 4.1. Kode dan Nama Perusahaan Sampel	50
Tabel 4.2. Average & CAR Sekitar Reformasi Perbankan 1999	52
Tabel 4.3. Average & CAR Sekitar Legal merger 2000	53
Tabel 4.4. Hasil Uji Statistik Beda Average <i>Abnormal Return</i> Pada Saat & Sekitar Peristiwa Reformasi Perbankan 1999	57
Tabel 4.5. Hasil Uji Statistik Beda Average <i>Abnormal Return</i> Pada Saat & Sekitar Peristiwa Legal Merger 2000	58
Tabel 4.6. Aktivitas Volume Perdagangan Sekitar Restrukturisasi Perbankan 1999 dan 2000	60
Tabel 4.7. Hasil Uji Statistik Beda Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan pada Saat dan Sekitar Restrukturisasi Perbankan 1999	61
Tabel 4.8. Hasil Uji Statistik Beda Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan pada Saat dan Sekitar Restrukturisasi Perbankan 2000	62
Tabel 4.9. Hasil Uji Statistik Beda Rata-rata AR Sebelum dan Sesudah Restrukturisasi Perbankan 1999	64

Tabel 4.10. Hasil Uji Statistik Beda Rata-rata AR Sebelum dan Sesudah Restrukturisasi Perbankan 2000	65
Tabel 4.11. Hasil Uji Statistik Beda rata-rata TVA sebelum dan Sesudah Restrukturisasi Perbankan 1999	67
Tabel 4.12. Hasil Uji Statistik Beda rata-rata TVA sebelum dan Sesudah Restrukturisasi Perbankan 2000	67
Tabel 4.13. Uji Statistik Beda Rata-rata AR Selama Periode Kejadian Pada Restrukturisasi Perbankan 1999 dan 2000	70
Tabel 4.14. Uji Statistik Beda Rata-rata TVA Selama Periode Kejadian Pada Restrukturisasi Perbankan 1999 dan 2000	72
Tabel 4.15. Ringkasan Hasil Pengujian Reaksi Pasar Terhadap Restrukturisasi Perbankan	74

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis	27
Gambar 2.2. Periode Waktu Penelitian (<i>Estimated & Event Periods</i>)	30
Gambar 4.1. Average & CAR Sekitar Restrukturisasi Perbankan 1999	52
Gambar 4.2. Average & CAR Sekitar Restrukturisasi Perbankan 2000	53
Gambar 4.3. Aktivitas Volume Perdagangan Sekitar Restrukturisasi Perbankan 1999	61
Gambar 4.4. Aktivitas Volume Perdagangan Sekitar Restrukturisasi Perbankan 2000	62
Gambar 4.5 Average AR Selama Restrukturisasi Perbankan 1999 dan 2000	69
Gambar 4.6 Average TVA Selama Restrukturisasi Perbankan 1999 dan 2000	71

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A. Harga saham periode restrukturisasi perbankan 1999

Lampiran B. Harga saham periode restrukturisasi perbankan 2000

Lampiran C. *Return* Pasar dan *return* saham periode 1999

Lampiran D. *Return* Pasar dan *return* saham periode 2000

Lampiran E. *Expected return* periode 1999

Lampiran F. *Expected return* periode 2000

Lampiran G. *Abnormal return* periode 1999

Lampiran H. *Abnormal return* periode 2000

Lampiran I. Perhitungan t hitung periode 1999

Lampiran J. Perhitungan t hitung periode 2000

Lampiran K. Uji beda dua periode dengan *Sign Test*

BAB I

PENDAHULUAN

Di dalam bab ini akan dikemukakan Pendahuluan dari penelitian yang akan dilakukan, terbagi dalam sub bab 1.1 mengenai latar belakang masalah, perumusan masalah pada sub bab 1.2. Sub bab 1.3 mengenai tujuan dan kegunaan penelitian. Metodologi dari tesis diuraikan dalam sub bab 1.4. Sedangkan sub bab 1.5 mengenai definisi utama.

1.1. Latar Belakang Penelitian

Krisis mata uang Bath-Thailand yang terjadi awal tahun 1997 lambat laun berdampak pada mata uang negara Asia lain. Krisis yang berkepanjangan kemudian mengakibatkan hancurnya sektor perbankan di Thailand, Korea Utara, Malaysia dan Indonesia. Permasalahan yang dialami sektor perbankan berkaitan dengan validitas asing terutama yang terkait dengan hutang luar negeri. Rata-rata pengembalian hutang luar negeri oleh sektor perbankan sangat pendek dan depresiasi mata uang negara-negara Asia memperburuk situasi karena hutang luar negeri jumlahnya sangat besar. Hal tersebut mengikis modal sektor perbankan dan meningkatkan *Non Performing Loans (NPL)* yang semakin lama semakin menumpuk sehingga akhirnya membawa sektor perbankan ke dalam kondisi yang tidak mampu membayar. Keadaan ini membuat IMF perlu campur tangan untuk menyelesaikan. Kemudian pada tanggal 31 Oktober 1997 untuk pertama kali program bantuan IMF ditandatangani.

UPT-POSTAK-UNDIP

Pokok-pokok program IMF antara lain : (*L/I of government of Indonesia*, 1997)

1. Kebijakan makro ekonomi
 - kebijakan sektor keuangan
 - kebijakan moneter dan nilai tukar
2. Restrukturisasi sektor bank
 - program restrukturisasi perbankan
 - memperkuat aspek sektor dan pengawasan untuk perbankan
3. Reformasi sektoral
 - perdagangan luar negeri dan investasi
 - deregulasi dan swastanisasi
 - *social safety net*
 - lingkungan hidup

Prioritas utama dari program IMF ini adalah restrukturisasi sektor perbankan (Lepi T.T,1999), sehingga IMF menyarankan menutup sejumlah bank yang bermasalah untuk menyehatkan sistem perbankan Indonesia. Hal ini membuat para pemilik bank harus ikut memperkuat sektor perbankan yakni dengan melakukan program restrukturisasi perbankan, termasuk restrukturisasi keuangan dan restrukturisasi operasi.

Menurut Zaenal Arifin (1999), di banyak negara Asia, Afrika, Amerika Latin dan Eropa menunjukkan bahwa program penyehatan dan restrukturisasi perbankan merupakan bagian yang integral dari paket stabilisasi dan pemulihan kegiatan ekonomi. Melalui pendekatan yang komprehensif telah dibuktikan bahwa restrukturisasi perbankan telah memberikan dampak positif bagi upaya untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dan menurunkan laju inflasi. Hal ini dapat terjadi karena pemulihan fungsi intermediasi perbankan secara efektif meningkatkan kembali mobilisasi dana,

merealokasikan sumber-sumber keuangan secara efisien dan mendorong penurunan tingkat bunga.

Untuk melakukan restrukturisasi perbankan, bank diklasifikasikan dalam 3 kategori berdasar pada tingkat CAR (*Capital Adequacy Ratio*) –nya, yakni kategori A,B,dan C;

- a. Bank yang mempunyai CAR $\geq 4\%$ akan berada dalam kategori A
- b. Kategori B bila bank mempunyai CAR antara -25% hingga 4% dan
- c. Kategori C bila bank mempunyai CAR di bawah -25%

Bank yang masuk dalam kategori A adalah bank yang dapat melakukan operasi tanpa harus mengikuti program rekapitalisasi. Bank kategori B diwajibkan membuat *business plan* dan selanjutnya mengikuti program rekapitalisasi. Sedangkan bank kategori C diharuskan untuk dibekukan atau dilikuidasi. Pengklasifikasian bank tersebut telah disetujui oleh IMF, Bank Dunia dan ADB.

Sektor perbankan merupakan sektor pertama yang mengalami reformasi. Hal tersebut terbukti dengan adanya desakan IMF pada awal November 1997 untuk melakukan likuidasi 16 bank yang mempunyai CAR $\leq -25\%$. Program restrukturisasi perbankan ini berlanjut pada tanggal 13 Maret 1999, di mana pemerintah menutup 38 bank, men”*Take Over*” 7 bank, merekapitalisasi 9 bank. Setelah pemerintah melikuidasi 16 bank, sektor perbankan diarahkan untuk melakukan *merger* serta menambah modal.

Tabel 1.1 Bank Yang Diambil Alih Pemerintah

Bank-Bank yang Diambil Alih Pemerintah (BDP)					
No	Nama Bank	Tgl diambil alih	Total aset (Milyar Rp.)*	Jml Kantor	Jml SDM
1	BCA	21 Agustus 1998	53.357	764	24.030
2	Danamon Ind.	21 Agustus 1998	39.637	729	15.767
3	PDFCI	21 Agustus 1998	5.149	2	254
4	Tiara Asia	21 Agustus 1998	7.638	35	1.160
5	Duta	13 Maret 1999	8.131	82	2.909
6	Jaya Int'l	13 Maret 1999	1.289	39	867
7	Nusa Nasional	13 Maret 1999	6.357	79	710
8	Pos Nusantara	13 Maret 1999	665	50	878
9	Rama	13 Maret 1999	1.770	28	1.072
10	RSI	13 Maret 1999	2.785	73	630
11	Tamara	13 Maret 1999	5.077	79	2.560
12	Niaga	13 Maret 1999	20.916	77	3.686

Ket : *)Berdasarkan neraca per 30 Juni 1998

**)Data per 31 Mei 1998

Sumber : Berita Perbanas Edisi Juni 1999

Penyehatan sektor perbankan dilakukan dalam rangka efisiensi ekonomi nasional secara keseluruhan. Efisiensi diharapkan dapat meningkatkan ketahanan ekonomi untuk menghadapi kemungkinan gejolak yang bisa terjadi dalam era globalisasi nanti (Guntari H,1998).

Ada beberapa alternatif tahapan restrukturisasi perbankan yang dapat dijadikan masukan bagi para pengambil kebijakan khususnya yang meyangkut penyehatan bank. Tahapan restrukturisasi perbankan dalam rangka menyehatkan perbankan nasional terbagi dalam 5 tahap (Zaenal Arifin, 1999):

1. Mencegah terjadinya pelarian modal (*capital flight*) dengan cara memulihkan kepercayaan.
2. Menjamin dana nasabah sehingga timbul keyakinan dan ketenangan.
3. Memberikan suntikan BLBI.

4. Bekerjasama dengan lembaga internasional semacam IMF atau Bank Dunia untuk mengatasi krisis perbankan.
5. Melakukan merger dan konsolidasi perbankan yang di dalamnya mengandung pengambilalihan dan membekukan bank-bank yang dianggap tidak layak operasi.

Melanjutkan program restrukturisasi perbankan tanggal 13 Maret 1999, maka pemerintah melakukan *merger* terhadap *Bank Take Over* (BTO) dengan Danamon yang secara *legal merger* akan dilakukan pada tanggal 30 Juni 2000. Penggabungan BTO (Tiara Asia, Duta, Tamara, Rama, Nusa Nasional, Jaya, Pos, RSI) ke dalam bank Danamon berdasarkan keputusan Ketua BPPN no. PB717/BPPN/1999, tanggal 1 Desember 1999 yaitu bank Danamon telah ditunjuk selaku koordinator pelaksana untuk melakukan restrukturisasi organisasi bank-bank melalui proses *merger* dan/atau akuisisi, restrukturisasi dan rekapitalisasi sektor perbankan menjadi kunci untuk mendongkrak pemulihan ekonomi. Hanya bank yang 'solid' dan profesional yang mampu menyokong sektor riil. Oleh karena itu, penggabungan 8 BTO itu harus segera direalisasikan dan didukung dengan optimal.

Perbaikan ekonomi Indonesia melalui restrukturisasi perbankan menjadi jaminan bagi para investor terutama investor asing. Investor asing mulai melakukan investasi ke saham perbankan di pasar modal Indonesia kembali. Diungkapkan oleh Muchtar Riady (1998), penyebab krisis perbankan tidak hanya karena depresiasi Rupiah dan adanya NPL, seperti yang telah diutarakan di atas, tapi juga dipengaruhi oleh krisis yang terjadi di pasar

modal. Penanam modal asing yang awalnya membeli saham perbankan secara besar-besaran kemudian menarik dananya keluar dalam jumlah besar. Hal ini terutama terkait dengan krisis kepercayaan terhadap Rupiah di dalam menghadapi isu ekonomi maupun non ekonomi. Dengan pendapat lain isu seputar masalah ekonomi maupun non ekonomi tidak dapat dipisahkan dari pasar modal.

Restrukturisasi perbankan telah memberi respon positif terhadap investor, hal ini ditunjukkan oleh fluktuasi indeks harga saham gabungan yang meningkat setelah adanya peristiwa reformasi perbankan tanggal 13 Maret 1999. Reaksi pasar modal dalam hal pergerakan harga saham di seputar peristiwa restrukturisasi perbankan ini kejadiannya sudah dapat diprediksi sebelumnya (*anticipated event*), sehingga diperkirakan investor dapat mengambil langkah antisipasi terhadap portfolio investasi. Data menunjukkan harga saham yang diwakili oleh indeks harga saham mengalami peningkatan dari 372,32 hingga 396,33 seputar peristiwa reformasi perbankan, walaupun kenaikannya sangat tipis (sebesar 7.14 atau naik sebesar 1.88% satu hari setelah pengumuman reformasi perbankan tersebut). Tidak hanya indeks harga saja yang terkoreksi, frekuensi perdagangan saham dan volume perdagangan saham mengalami fluktuasi yang tajam. Frekuensi perdagangan saham antara 1.485 kali (tgl 12 Maret) hingga 3.185 kali (tgl 22 Maret). Volume perdagangan saham juga mengalami peningkatan dari 18.798.000 hingga 145.024.000. Sedangkan pada saat peristiwa *legal merger* investor dibingungkan dengan sikap pemerintah yang menunda pengumuman dan tanpa memberi tahu kepastian keluarnya pengumuman tersebut (*unanticipated event*)

sehingga investor tidak dapat segera mengambil langkah antisipasi terhadap portfolio investasinya. Hal ini ditunjukkan dengan fluktuasi harga saham berkisar antara 468,36 sampai 513,43. bahkan terjadi penurunan indeks harga saham gabungan setelah pengumuman *legal merger* tersebut (satu hari setelah pengumuman mengalami penurunan menjadi 503.85 atau sebesar 10,7%). Untuk frekuensi perdagangan saham berkisar antara 11.116 kali (tgl 30 Juni) hingga 22.819 kali (tgl 6 Juli).

Tabel 1.2 Data aktivitas Bursa Efek Jakarta seputar peristiwa restrukturisasi perbankan.

Reformai Perbankan 1999				Legal Merger 2000			
Tgl	IHSG	Nilai perdagangan	Frekuensi perdagangan	Tgl	IHSG	Nilai perdagangan	Frekuensi perdagangan
10/3	373,8	110,195	952 kali	27/6	508,05	502,255	16,751 kali
11/3	378,64	216,186	1,599 kali	28/6	510,11	662,072	19,890 kali
12/3	372,32	315,195	1,485 kali	29/6	512,59	704,571	20,057 kali
15/3*	372,32	323,742	1,511 kali	30/6*	541,11	472,950	11,116 kali
16/3	379,45	345,787	1,776 kali	3/6	503,85	617,814	17,631 kali
17/3	387,8	335,407	2,340 kali	4/6	509,26	581,779	18,610 kali
19/3	394,22	384,278	2,815 kali	5/6	512,46	605,482	22,208 kali
22/3	394,28	390,874	3,185 kali	6/6	513,43	601,542	22,819 kali

Keterangan : * adalah tanggal saat restrukturisasi perbankan

Sumber: JSX Statistic 1st quarter '99 dan harian bisnis Indonesia (1999 dan 2000) yang diolah

Melihat fenomena tersebut di atas, maka sangat menarik apabila diteliti, apakah *event* restrukturisasi perbankan tersebut menentukan pergerakan harga saham dan menghasilkan *abnormal return* bagi investor serta adakah perbedaan *return* antara sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan tersebut. Selain itu perlu dilihat lebih jelas bagaimana perbandingan antara reaksi pasar modal terhadap pengumuman

reformasi perbankan dan *legal merger*. Hal ini didukung juga dengan pengamatan volume perdagangan pada hari-hari sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan. Sebagai *event* pada penelitian ini, dipilih hari reformasi perbankan tanggal 13 Maret 1999 dan *legal merger Bank Take Over* dengan Danamon tanggal 30 Juni 2000. Pemilihan kedua tanggal tersebut karena peristiwa peristiwa kedua masih terkait dengan peristiwa pertama atau merupakan kelanjutan dari peristiwa pertama.

Informasi yang dipublikasikan dan diterima oleh pelaku pasar modal biasanya akan mempengaruhi harga saham di bursa efek. Reaksi ini akan menjadi ukuran apakah suatu pasar modal telah efisien dalam artian semua informasi yang diterima sama oleh pelaku pasar modal akan segera mempengaruhi harga saham. Bentuk efisien dari pasar modal karena pengaruh pengumuman dikategorikan dalam bentuk setengah kuat. Jika pasar modal efisien, maka harga saham akan cepat menggambarkan seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia, sehingga sulit bagi investor untuk mendapatkan *abnormal return* secara konsisten. Sehingga apabila dari penelitian ini terdapat *abnormal return* berarti pasar belum efisien, dimana informasi yang ada belum dapat diserap investor dalam melakukan investasinya. Demikian pula sebaliknya, pasar sudah efisien apabila dalam penelitian ini reaksi pasar serta merta mencerminkan segala informasi yang ada. Sehingga sangat tidak mungkin bagi investor untuk mendapatkan *abnormal return* yang konsisten selama terjadinya *event*.

Penelitian empiris tentang pengaruh faktor ekonomi terhadap pasar modal telah banyak dilakukan antara lain Suad Husnan dan kawan-kawan (1996), serta Muhammad Fendi S (1999).

- Suad Husnan dkk (1996) meneliti tentang reaksi pasar modal terhadap pengumuman laporan keuangan melalui aktivitas volume perdagangan. Mereka menguji tingkat efisiensi pasar modal dan berkesimpulan bahwa pasar modal di Indonesia dikategorikan memiliki bentuk setengah kuat (*semi strong*).
- Muhammad Fendi S (1999) meneliti mengenai pengumuman restrukturisasi perbankan terhadap harga saham bank. Kasus yang diambil antara lain pengumuman reformasi perbankan dan obligasi pemerintah. Kesimpulan yang diperoleh bahwa pengumuman tersebut investor tidak mendapat *abnormal return*.

Berdasarkan fakta di atas sangat menarik untuk diuji mengenai pergerakan harga saham yang dilihat dari ada tidaknya signifikan *abnormal return* yang diperoleh investor seputar pengumuman restrukturisasi perbankan. Apabila Muhammad Fendi (1999) hanya mengambil peristiwa reformasi perbankan, di dalam penelitian ini akan membandingkan dengan pengumuman restrukturisasi perbankan yang lain yaitu *legal merger*. Judul penelitian ini adalah **“Reaksi pengumuman restrukturisasi perbankan terhadap harga dan aktivitas volume perdagangan saham perbankan (kasus reformasi perbankan tanggal 13 Maret 1999 dan *Legal Merger Bank Take Over* dengan Danamon 30 Juni 2000)”**. Penelitian ini dilakukan karena belum

banyak penelitian mengenai *monetary event* dan jenis penelitian adalah pengembangan (*eksploratory*) dari penelitian yang dilakukan Muhammad Fendi (1999).

1.2. Perumusan Masalah

Dua strategi tindakan yang dilakukan pemerintah yaitu reformasi perbankan dan *Legal Merger Bank Take Over* ditujukan untuk memperkuat sektor perbankan, mengembalikan profitabilitas bank yang masih bisa bertahan dan menuju ke pertumbuhan yang berkesinambungan serta mempercepat proses *recovery* kondisi ekonomi Indonesia. Berkaitan dengan tindakan strategis ini menarik untuk diteliti mengenai kaitan antara perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham di BEJ dengan peristiwa *monetary* dalam negeri yaitu peristiwa reformasi perbankan tanggal 13 Maret 1999 dan *Legal Merger Bank Take Over* dengan Danamon 30 Juni 2000. Seberapaberhasilkah penerapan restrukturisasi perbankan yang diwakili oleh reformasi perbankan dan *legal merger*. Fakta tersebut menimbulkan pertanyaan untuk diteliti lebih mendalam seperti:

1. Bagaimana reaksi pasar modal terhadap *monetary event*.
2. Bagaimana reaksi pasar yang terjadi antara sebelum dan sesudah *monetary event*, apakah terdapat perbedaan.
3. Bagaimana reaksi pasar modal yang terjadi antara *monetary event* 1999 dan 2000, apakah terdapat perbedaan.

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk

1. Menganalisis secara empiris ada tidaknya *abnormal return* yang diterima investor seputar pengumuman restrukturisasi perbankan yang dilakukan pemerintah antara 13 Maret 1999 (reformasi perbankan) dan 30 Juni 2000 (*legal merger Bank Take Over*) terhadap reaksi pasar modal Indonesia melalui harga saham dan aktivitas volume perdagangan.
2. Menganalisis pola pergerakan harga saham perbankan seputar pengumuman restrukturisasi perbankan berdasarkan *abnormal return* yang diperoleh investor sebelum dan sesudah peristiwa ekonomi tersebut.
3. Membandingkan harga dan aktivitas volume perdagangan saham perbankan pada dua peristiwa yakni reformasi perbankan dan *legal merger* dengan pendekatan hipotesis pasar efisien.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam membentuk strategi investasi dan referensi bagi investor saham berupa implikasi kebijakan untuk melakukan investasi di pasar modal dan para peneliti yang tertarik untuk meneliti kajian yang sama dalam pasar modal.

1.4. Metodologi

Penelitian ini menggunakan metodologi *event study* dengan maksud mengetahui pengaruh keberhasilan restrukturisasi perbankan terhadap

perdagangan saham. Hal ini ditunjukkan oleh fluktuasi harga saham dan volume perdagangan pada saat *event date*. Data yang dipergunakan adalah data sekunder yaitu IHSG, harga saham perbankan harian dan volume perdagangan harian. Teknik analisa yang dipergunakan untuk menguji rata-rata harga saham dan volume perdagangan saham ini adalah model yang dikembangkan oleh peneliti sebelumnya yakni Afthon Shodaq (1997) dan Corrado (1989).

1.5. Definisi utama

Istilah penting dari penelitian yang perlu diketahui sebelumnya antara lain:

- *Event study* merupakan suatu metode yang dipergunakan dalam penelitian untuk mengetahui adanya tidaknya *abnormal return* dalam suatu peristiwa dengan melihat harga saham atau volume perdagangannya (Peterson, 1989).
- *Abnormal return* merupakan selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (Mackinlay, 1997)
- *Trading Volume Activity* merupakan kegiatan perdagangan saham yang diukur dengan menggunakan indikator volume perdagangan saham yakni dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan seluruh saham yang beredar pada waktu yang sama (Foster, 1986).

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

Dalam bab ini akan dikemukakan telaah pustaka dan hipotesis yang merupakan dasar dari pembahasan, analisa dan evaluasi atas kenyataan-kenyataan yang diperoleh dari hasil penelitian yang akan diuraikan dalam Bab selanjutnya. Telaah pustaka ditulis pada sub bab 2.1. Pada sub bab 2.2 ditulis model dan hipotesis penelitian. Sub bab 2.3 mengenai definisi operasional variabel penelitian. Tujuan dari telaah pustaka dan hipotesis ini sebagai titik pijak penulisan ini agar penelitian yang dilakukan bersifat ilmiah.

2.1. Telaah Pustaka

Mengacu pada seluruh teori dan metodologi yang telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya maka penelitian ini lebih ditujukan untuk meneliti reaksi pasar modal melalui pendekatan harga dan aktivitas volume perdagangan secara bersamaan untuk mendapatkan hasil yang komprehensif. Peristiwa yang terjadi di sekitar pasar modal turut berperan dalam memengaruhi dinamika pasar modal. Pergerakan harga saham akan diuji dengan melihat dari ada tidaknya perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan.

Aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat perilaku investor di dalam menilai suatu *event* dan hal tersebut menjadi pertimbangan di dalam memutuskan perdagangan. Kedua metode ini digunakan sebagai

antisipasi bentuk efisiensi pasar modal di Indonesia, dalam hal ini BEJ, terhadap suatu *event* yaitu pengumuman restrukturisasi perbankan. Menurut Fama (1991), pasar modal dikatakan efisien apabila semua harga saham merefleksikan informasi yang tersedia. Studi yang berkaitan dengan dampak terjadinya suatu peristiwa terhadap aktivitas pasar modal pada umumnya dikenal dengan *event study*. Di bawah ini akan dibahas mengenai pasar modal yang efisien, *return* dan resiko saham, *abnormal return*, *event study* dan aktivitas volume perdagangan serta review penelitian terdahulu.

2.1.1. Pasar modal yang Efisien

Sebagai instrumen ekonomi, pasar modal tidak dapat lepas dari berbagai peristiwa yang terjadi di sekitarnya. Berbagai peristiwa baik di bidang ekonomi maupun politik dapat mempengaruhi investor di dalam mengambil keputusan investasinya. Investor harus mengetahui informasi yang ada, agar dia dapat menentukan keputusannya. Informasi yang masuk ke pasar modal cukup beragam dan dapat mempengaruhi sentimen terhadap harga-harga saham seperti rumor, pengumuman pemerintah, pengumuman merger dan pengumuman laporan keuangan.

Dalam memilih portfolio saham atau memilih satu atau lebih saham, salah satunya investor harus memperhatikan informasi yang tersedia (*availability of information*) yang akan mempengaruhi saham yang akan dipilihnya. Oleh karena itu informasi yang dibutuhkan oleh investor adalah informasi yang akurat, relevan dan *up to date* dengan kondisi pasar modal. Hal ini membuat investor harus berhati-hati dalam memilih informasi, karena tidak semua informasi dapat berguna bagi investor. Hal ini

disebabkan oleh informasi itu sendiri sebagian besar tidak relevan dengan aktivitas pasar modal.

Pada pasar modal yang efisien harga saham secara cepat dan tepat mencerminkan semua informasi yang relevan. Hal tersebut membuat investor tidak akan memperoleh *abnormal return* yang konsisten pada saat dan hari-hari sekitar adanya informasi yang relevan tersebut. Sharpe (1995) menekankan perhatian efisiensi pasar sebagai respon terhadap seperangkat informasi yang spesifik dan dalam kondisi yang demikian adalah tidak mungkin untuk membuat *abnormal return* dengan menggunakan seperangkat informasi tersebut untuk melakukan keputusan jual dan beli saham.

Adapun konsep pasar efisien (*efficient market*) mempunyai pengertian pokok yaitu adanya informasi yang relevan dan harga sekuritasnya dapat menyesuaikan secara cepat dan tepat terhadap informasi tersebut. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritasnya, semakin efisien pasar modal tersebut (Husnan, '96). Hipotesis-hipotesis tentang bentuk efisiensi pasar modal ada tiga macam yaitu :

1. Efisiensi bentuk lemah (*weak-form efficiency*), dimana harga saham di pasar modal mencerminkan dengan cepat dan tepat informasi masa lalu tidak akan memperoleh hasil di atas atau di bawah normal (*abnormal return*).
2. Efisiensi bentuk setengah kuat (*semistrong-form efficiency*), dimana harga harga saham di pasar modal mencerminkan sepenuhnya informasi yang dipublikasikan. Apabila pasar modal telah efisien dalam bentuk ini

maka informasi baru yang dipublikasikan akan tercermin pada saham sehingga sulit untuk memperoleh *abnormal return*.

3. Efisiensi bentuk kuat (*strong-form efficiency*), dimana harga saham di pasar modal telah mencerminkan seluruh informasi yang ada baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan (*private information*).

2.1.2. Return (Kembalian) dan Resiko Saham

Dalam semua bentuk investasi, hal yang menjadi pertimbangan investor adalah pertimbangan antara *return* dan resiko, yaitu bagaimana menghasilkan ekspektasi pendapatan setinggi mungkin untuk setiap resiko yang dihadapi atau menghadapi resiko serendah mungkin untuk setiap ekspektasi pendapatan. Ekspektasi pendapatan (*return*) suatu investasi saham terdiri atas dua macam yaitu deviden dan *capital gain*. Deviden merupakan bagian laba bersih yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham perusahaan secara berkala, sedangkan *capital gain* adalah keuntungan yang diperoleh pemilik saham akibat adanya perbedaan harga beli dan jual suatu saham. Dalam berinvestasi, semakin besar pendapatan yang diharapkan akan menghadapi resiko yang semakin besar, demikian pula sebaliknya. Apabila pendapatan yang diharapkan hanya kecil saja maka resikonya tidak akan besar.

Resiko merupakan tingkat kepastian pendapatan yang mungkin diperoleh dari suatu investasi yaitu resiko yang berdasarkan jenis (*type*) dan resiko yang berdasarkan sumbernya (*source*). Ditinjau dari jenisnya, resiko dapat dibagi menjadi dua yaitu resiko sistematis (resiko pasar) dan resiko non sistematis (resiko unik). Resiko non sistematis dapat dikurangi melalui

diversifikasi portfolio, selama koefisien korelasi antara saham-saham yang dipilih adalah negatif sedangkan resiko pasar adalah resiko yang mempengaruhi seluruh aktivitas perusahaan dan menyebabkan seluruh “bergerak bersama” karena resiko tersebut terkandung pada semua saham (Husnan, 1996). Resiko berdasarkan sumbernya dapat dibagi menjadi :

- 1) Resiko tingkat bunga (*interest rate risk*). Resiko ini merupakan variabilitas pendapatan sekuritas akibat berubahnya tingkat bunga, karena harga saham bergerak berlawanan dengan tingkat bunga.
- 2) Resiko pasar (*market risk*). Resiko ini terjadi karena fluktuasi pada pasar secara keseluruhan sebagai akibat resesi, perang dan preferensi investor terhadap kestabilan dan keamanan investasinya.
- 3) Resiko inflasi (*inflation risk*). Resiko ini erat hubungannya dengan daya beli konsumen, sebab semakin tinggi tingkat inflasi, investor menghendaki tingkat pendapatan yang lebih tinggi pula.
- 4) Resiko bisnis (*business risk*). Resiko ini terjadi karena adanya masalah khusus yang dihadapi oleh suatu industri atau perusahaan seperti kekurangan bahan baku pada periode tertentu.
- 5) Resiko keuangan (*financial risk*). Resiko ini timbul karena perusahaan membiayai operasinya dengan hutang. Semakin besar proporsi aktiva yang dibiayai dengan hutang (selain dengan modal sendiri), semakin besar pula variabilitas keuntungan yang diharapkan.
- 6) Resiko likuiditas (*liquidity risk*). Resiko ini berhubungan dengan kepastian likuiditas perdagangan di pasar sekunder.

- 7) Resiko perubahan kurs (*exchange rate risk*). Resiko ini menjadi perhatian antara investor asing yang hendak menanamkan modalnya di suatu negara, karena mereka harus mengkonversi kembali pendapatan yang diperolehnya ke dalam bentuk mata uang mereka.
- 8) Resiko negara (*country risk*). Resiko ini berhubungan dengan kestabilan ekonomi dan politik suatu negara. Semakin tinggi tingkat *country risk* suatu negara akan menyebabkan investor mengharapkan tingkat pendapatan yang semakin tinggi.

Pada peristiwa yang berkaitan dengan adanya kebijakan fiskal dan moneter (*monetary event*) pada suatu negara kecenderungan yang muncul karena adanya *event* tersebut adalah bahwa seorang investor akan mempertimbangkan *trade off* antara resiko dan hasil pada *event* tersebut

2.1.3. *Abnormal Return*

Abnormal return didefinisikan sebagai selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (atau selisih *actual return* dan *expected return*). Sumber *actual return* dan *abnormal return* adalah fluktuasi harga ($P_0 - P_1$) sehingga perubahan harga penting untuk *return* saham. Kemudian harga yang berubah akan mendorong terjadinya *abnormal return*. Model yang sering dipakai untuk menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan ada bermacam-macam, beberapa diantaranya adalah *market model*, *mean adjusted model*, *market adjusted model* (Peterson, 1989):

- 1) Pada *market model*, tingkat keuntungan yang diharapkan dihitung dengan meregresikan *return* saham j (R_j) dengan *return* pasar (R_m) sehingga diperoleh model sebagai berikut:

$$R_{j,t}^* = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \mu_{j,t} \quad \text{untuk } t = 1, 2, 3, \dots, T$$

dimana:

$R_{j,t}$ = *return* saham j pada hari ke t

α_j = *intersep*

β_j = *slope*

$\mu_{j,t}$ = *error term* saham j pada hari ke t

T = jumlah hari pada periode estimasi

Abnormal return saham j pada hari ke t ($AR_{j,t}$) pada model ini dirumuskan sebagai berikut :

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - \alpha_j - \beta_j \cdot R_{m,t}$$

- 2) Pada *mean adjusted return model*, tingkat keuntungan saham j yang diharapkan diformulasikan sebagai berikut

$$R_j^* = \frac{\sum_{t=1}^T R_{j,t}}{T}$$

dimana R_j^* merupakan *return* rata-rata saham j selama T hari dalam periode estimasi. *Abnormal return* saham j pada hari ke t ($AR_{j,t}$) pada model ini dirumuskan sebagai berikut :

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_j^*$$

- 3) Pada *market adjusted return*, tingkat keuntungan saham yang diharapkan adalah sama untuk setiap saham yaitu menggunakan *return* pasar karena *portfolio* sekuritas pasar merupakan kombinasi linear semua sekuritas yang ada di pasar modal tersebut sehingga $R_{j,t}^* = R_{m,t}$

Sehingga *abnormal return* pada model ini dirumuskan dengan

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{m,t}$$

2.1.4. *Event Study* (Studi peristiwa)

Penelitian terdahulu telah banyak yang membuktikan bahwa informasi dari suatu peristiwa yang terjadi di seputar pasar modal dapat mempengaruhi aktivitas pasar modal baik yang mempengaruhi pergerakan harga saham maupun aktivitas perdagangan saham. Peristiwa yang terjadi di sekitar pasar modal turut berperan dalam mempengaruhi dinamika pasar modal.

Studi terhadap dampak terjadinya suatu peristiwa terhadap aktivitas pasar modal pada umumnya dikenal dengan *event study*, yaitu suatu studi yang mengamati pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu (Peterson, 1989). *Event study* merupakan salah satu metode untuk meneliti reaksi harga saham terhadap suatu informasi dan sering digunakan untuk pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Tujuan *event study* adalah

- 1) menghitung keadaan *abnormal return risk*. Return yang diperoleh oleh pedagang saham berkaitan dengan adanya *event* yang spesifik seperti

pengumuman merger, pengumuman stok split dimana *ekses return* merupakan perbedaan antara keuntungan diobservasi atau *actual return* dengan tingkat keuntungan yang diharapkan dalam suatu modal (*expected return*).

- 2) untuk menguji reaksi atau respon pasar terhadap beberapa *event* yang telah jelas merupakan observasi dari harga-harga saham sekitar kejadian (Patterson, 1986).

Sedangkan menurut Kritzman (1994), *event study* bertujuan mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapatan (*return*) dari surat berharga tersebut. Van Horne (1995) mengungkapkan bahwa *event study* merupakan suatu studi tentang pergerakan *return* saham yang terjadi pada sekitar peristiwa sistematis tertentu terutama pengumuman/peristiwa yang diduga memberikan informasi baru tentang suatu perusahaan.

Penelitian dengan menggunakan *event study* dimaksudkan untuk melihat pergerakan harga saham harian terutama berkaitan dengan ada tidaknya *abnormal return*, akibat dari adanya suatu peristiwa tertentu. Dengan *event study* dapat dilihat secara jelas pergerakan harga saham harian akibat terjadinya suatu peristiwa tertentu, sehingga dapat diketahui apakah suatu peristiwa tersebut memberikan *abnormal return* yang signifikan atau tidak. Dengan demikian pergerakan harga saham harian di seputar peristiwa tertentu dapat diamati dan digambarkan dalam suatu pola tertentu.

Dari pengertian tersebut dapat dikatakan bahwa *event study* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal yakni dengan pendekatan pergerakan harga saham terhadap suatu peristiwa tertentu. Maksud dari penelitian ini dengan melihat dampak suatu peristiwa adalah 1) untuk mengetahui tingkat efisiensi pasar, 2) untuk mengetahui apakah perilaku pelaku bisnis berdampak positif terhadap perekonomian, 3) untuk mengetahui *information content* dari suatu peristiwa dan maksud spesifik yang lain.

Parameter waktu yang dipakai dalam *event study* secara tipikal biasanya diestimasi sebagai berikut (Patterson, 1986):

a. Untuk studi harian (*daily studies*)

Adalah 100 hari hingga 300 hari.

b. Untuk studi bulanan (*monthly studies*)

Adalah antara 24 bulan hingga 60 bulan.

2.1.5 Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity*)

Cara lain untuk meneliti reaksi pasar terhadap suatu informasi adalah dengan meneliti aktifitas volume perdagangan saham (*trading volume activity* atau *TVA*) selama periode kejadian. Pendekatan ini banyak digunakan untuk meneliti reaksi pasar pada pasar modal yang belum mencapai bentuk efisiensi setengah kuat, dimana harga saham belum mencerminkan informasi relevan yang dipublikasikan.

Dengan mengetahui pola aktifitas volume perdagangan saham sekitar periode kejadian, dapat membandingkan aktifitas volume perdagangan antara saat peristiwa terjadi relatif terhadap aktifitas volume perdagangan di luar

peristiwa tersebut. Dari pola tersebut dapat diketahui apakah terjadi kenaikan atau penurunan aktivitas volume perdagangan saham karena suatu peristiwa tertentu.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Ying dalam Abdessalam dan Satin (1991) menyimpulkan bahwa harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham merupakan *joint product* dari keseluruhan mekanisme pasar dan volume berdampak pada harga saham. Lebih lanjut, dengan mengamati pola aktivitas volume perdagangan dapat dilihat apakah terjadi aktivitas volume perdagangan saham di atas normal selama terjadinya suatu peristiwa (Foster, 1986).

Kegiatan perdagangan saham diukur dengan menggunakan indikator Volume Perdagangan saham atau *Trading Volume Activity* (TVA) di mana perhitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama. Formula yang digunakan untuk meneliti aktivitas volume perdagangan saham adalah

$$TVA_{j,t} = \frac{\text{Jumlah saham perusahaan } j \text{ yang diperdagangkan pada hari ke } t}{\text{Jumlah saham perusahaan } j \text{ yang beredar pada hari ke } t}$$

Menurut Foster (1986), aktivitas volume perdagangan mengalami peningkatan maupun penurunan karena adanya beberapa faktor yaitu

- 1) investor membeli atau menjual sekuritas untuk mengkoordinasikan aktivitas pendapatan dan pengeluarannya.

- 2) Investor membeli atau menjual sekuritasnya untuk menjaga diversifikasi portfolionya.
- 3) Investor membeli atau menjual sekuritas karena adanya perubahan resiko pada portfolionya atau adanya perubahan preferensi resiko investasi mereka.
- 4) Investor membeli atau menjual sekuritas karena pengaruh pajak
- 5) Investor membeli atau menjual sekuritas berdasarkan pada informasi yang menyebabkan perubahan penilaian terhadap tingkat pendapatan yang diperoleh.

Menurut Karpoff (1986) meskipun para investor memberikan interpretasi yang sama terhadap *public announcement*, tetapi transaksi perdagangan dapat terjadi jika para investor mempunyai pengharapan yang berbeda. Perbedaan pengharapan terjadi di antara para investor yang melakukan spekulasi. Hal ini akan menimbulkan suatu rangsangan bagi investor untuk melakukan perdagangan melepaskan posisi spekulatif mereka.

2.1.6. Review Penelitian Terdahulu

Penelitian dengan menggunakan *event study* sebagian besar berkaitan dengan pergerakan harga saham dengan peristiwa ekonomi antara lain *stock split*, *dividend announcement*, *merger*, pengumuman laporan keuangan dan lain-lain. Penelitian dengan menggunakan *event study* yang berkaitan dengan aspek ekonomi telah dilakukan oleh Fatmawati & Asri (1999) mengenai pengaruh *stock split* terhadap likuiditas saham dan kesimpulan

yang diperoleh yakni aktivitas split berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat harga saham.

Susiyanto (1997) menguji ada tidaknya *abnormal return* dengan menggunakan *event* pengumuman dividen pada periode 1994-1996 dengan menggunakan seluruh emiten yang mengumumkan rencana pembagian devidennya. Sehingga diperoleh kesimpulan bahwa dari *event* tersebut tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan *event* yang diteliti, sehingga dapat dikatakan bahwa Bursa Efek Jakarta telah mencapai efisien pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form efficiency*).

Sedangkan menurut Muhammad Fendi S (1999) dalam penelitiannya, mengenai dampak reformasi perbankan dan pengumuman obligasi pemerintah, menunjukkan belum dapat dikategorikannya pasar modal Indonesia dalam bentuk setengah kuat.

Penelitian lain yang menggunakan *event study* untuk menggunakan reaksi pasar modal yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi, misalnya penelitian yang dilakukan oleh Mansur, Cochran dan Froiro (1989) mengenai reaksi pasar modal pada saham-saham perusahaan penerbangan Amerika Serikat terhadap *event* pelarangan terbang pesawat DC-10. Hasil yang diperoleh bahwa saham-saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat DC-10 di New York Stock Exchange dengan cepat mengalami penurunan akibat informasi yang buruk tersebut (*return* pemilik saham mengalami penurunan). Di sini terdapat *abnormal return* yang negatif karena *event*-nya tergolong *bad news*.

Untuk pengujian reaksi pasar terhadap suatu informasi dengan volume perdagangan saham telah dilakukan oleh Beaver (1968) yang meneliti mengenai pengumuman deviden dan pajak terhadap volume perdagangan saham sekitar pengumuman laporan keuangan (Ambar WH dan Bambang S, 1998).

Sedangkan di Indonesia penelitian tentang volume perdagangan saham dilakukan antara lain oleh Husnan, Hanafi dan Wibowo (1996) yakni mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan perusahaan yang *listed* di BEJ. Pada penelitian ini menunjukkan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan dalam hal volume perdagangan saham (*trading activity on stock volume*). Kesimpulan yang diperoleh bahwa pasar modal di Indonesia dikategorikan memiliki bentuk setengah kuat (semi strong) dalam arti mengantisipasi laporan keuangan. Peristiwa pengumuman laporan keuangan yang dilakukan oleh Untung dan Sidharta (1998) diperoleh kesimpulan bahwa pasar modal di Indonesia belum menunjukkan atau dikategorikan dalam bentuk setengah kuat.

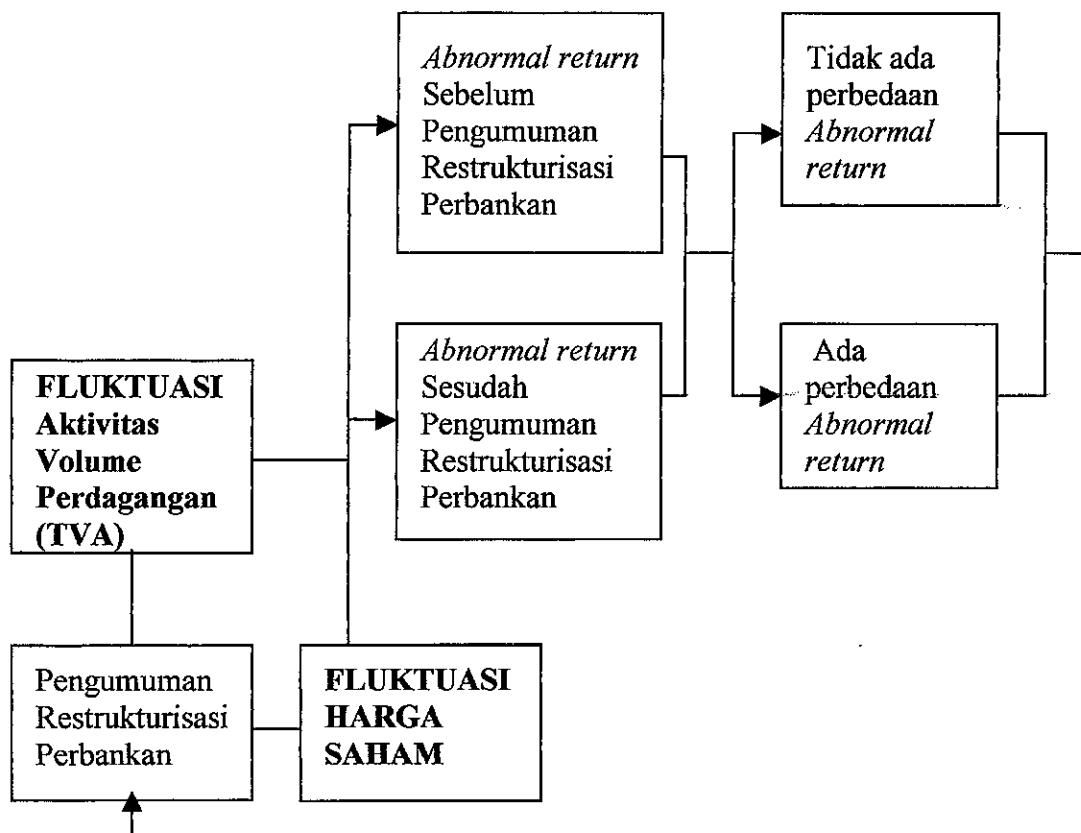
2.2. Model dan Hipotesis

Semakin pentingnya peran pasar modal di dalam perekonomian akan menyebabkan semakin sensitifnya pasar modal terhadap penyebaran informasi. Adanya informasi dari suatu peristiwa tertentu dapat mempengaruhi dinamika pasar modal. Peristiwa yang berkaitan dengan hal tersebut akan mempengaruhi pergerakan harga saham di pasar modal dan memberikan keuntungan bagi sebagian pelaku pasar.

Demikian pula dengan peristiwa restrukturisasi perbankan telah menimbulkan fluktuasi harga saham dan volume perdagangan di pasar modal sehingga dapat memberikan *abnormal return* yang berbeda antara sebelum dan sesudah peristiwa restrukturisasi perbankan tersebut. Dan kemudian akan dilihat bagaimana *abnormal return* yang terjadi pada masing-masing peristiwa restrukturisasi perbankan (reformasi perbankan tgl. 13 Maret 1999 dan *Legal Merger* tgl 30 Juni 2000) apakah akan terjadi perbedaan *abnormal return*.

Abnormal return yang terjadi karena adanya perubahan harga saham dapat disebabkan oleh peristiwa restrukturisasi perbankan. Berdasarkan fakta tersebut maka disusunlah suatu kerangka pemikiran sebagai berikut:

Gb.2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis



Perilaku harga saham di seputar peristiwa restrukturisasi perbankan terutama yang terkait dengan reformasi perbankan tanggal 13 Maret 1999 dan *Legal merger* 8 BTO dengan bank Danamon tanggal 30 Juni 2000 menunjukkan fluktuasi indeks harga saham gabungan baik sebelum maupun setelah peristiwa tersebut. Peristiwa tersebut diduga memberikan *abnormal return* pada investor. Untuk menguji reaksi pasar modal atas reformasi perbankan dan *legal merger* tersebut dapat disusun suatu hipotesis alternatif sebagai berikut:

- 1: Rata-rata *abnormal return* selama periode kejadian secara signifikan berbeda dengan nol.
- 2: Rata-rata *abnormal return* pada saat terjadi pengumuman restrukturisasi perbankan berbeda dengan hari-hari sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan.
- 3: Rata-rata aktivitas perdagangan saham pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan berbeda dengan hari sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan.
- 4: Ada perbedaan rata-rata *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan
- 5: Ada perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham pada saat sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan
- 6: Rata-rata *abnormal return* sekitar peristiwa reformasi perbankan 13 Maret 1999 berbeda dengan rata-rata *abnormal return* sekitar peristiwa *legal merger* 30 Juni 2000

7: Rata-rata aktivitas volume perdagangan sekitar peristiwa reformasi perbankan 13 Maret 1999 berbeda dengan rata-rata aktivitas volume perdagangan sekitar peristiwa *legal merger* 30 Juni 2000

Penggunaan hipotesa 1,2 dan 3 untuk mendukung tujuan penelitian yang pertama yaitu untuk mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang diterima investor berkaitan dengan pengumuman restrukturisasi perbankan. Kemudian hipotesa-hipotesa ini dapat untuk menjawab permasalahan yang pertama yaitu “bagaimana reaksi pasar modal terhadap *event monetary*” ini.

Sedangkan hipotesa 3 dan 4 untuk menjawab tujuan penelitian yang kedua yaitu untuk mengetahui pola pergerakan harga saham perbankan seputar pengumuman ini dan kemudian dapat dipergunakan untuk menjawab permasalahan kedua yaitu “bagaimana reaksi pasar yang terjadi antara sebelum dan sesudah peristiwa *monetary event* ini”.

Selanjutnya, hipotesa 6 dan 7 untuk menjawab tujuan penelitian yang ketiga yaitu perbandingan harga dan aktivitas volume perdagangan saham perbankan pada dua periode restrukturisasi perbankan dan kemudian diharapkan dapat menjawab permasalahan yang ketiga yaitu “bagaimana reaksi pasar modal yang terjadi antara periode 1999 dan 2000, apakah terjadi perbedaan”.

2.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Dalam mengamati pergerakan harga saham di seputar pengumuman restrukturisasi perbankan digunakan indikator harga saham harian pada saat penutupan yang ditunjukkan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Penggunaan IHSG sebagai cerminan keadaan pasar secara keseluruhan karena IHSG dihitung berdasarkan seluruh saham yang diperdagangkan di bursa. Periode pengamatan dibedakan menjadi 2 periode yaitu periode estimasi (*estimate period*) dan periode peristiwa (*event period*).

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Market Model*. Pendekatan *Market Model* membutuhkan periode estimasi. Periode estimasi digunakan untuk menentukan α (alpha) dan β (beta) masing-masing saham. Periode peristiwa adalah 10 hari sebelum pengumuman restrukturisasi perbankan sampai dengan 10 hari setelah pengumuman restrukturisasi perbankan dengan menggunakan data harga saham penutupan harian dan volume perdagangan. *Event* pengumuman restrukturisasi perbankan adalah 15 Maret 1999 untuk *legal merger* (karena 13 Maret 1999 merupakan hari libur bagi bursa) dan 30 Juni 2000 dinamakan *event date*. Pemilihan 10 hari diharapkan tidak ada *event* lain selain *event* pengumuman restrukturisasi perbankan.

Gambar 2.2. Periode Waktu Penelitian (*Estimated dan Event Periods*)



Pergerakan harga saham selama periode tersebut diamati untuk menentukan *abnormal return* dari tiap saham. *Abnormal return* saham didefinisikan sebagai selisih antara *actual return* dan *expected return*.

BAB III

METODE PENELITIAN

Sebelum suatu penelitian dilaksanakan, maka terlebih dahulu perlu ditentukan metode yang akan digunakan. Hal ini akan membantu di dalam pelaksanaan penelitian. Pada bab ini terbagi dalam 4 sub bab yaitu 3.1 mengenai jenis dan sumber data. Sub bab 3.2 mengenai populasi dan sampel. Metode pengumpulan data dan teknik analisa pada sub bab 3.3 dan 3.4.

Metodologi penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *event study*, dengan mengamati pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang diperoleh pelaku pasar. *Event* yang dipilih adalah peristiwa pengumuman restrukturisasi perbankan dengan kasus reformasi perbankan (1999) dan *legal merger* (2000).

3.1. Jenis dan Sumber Data

Dalam upaya menjawab permasalahan yang ada, maka data yang dibutuhkan sebagai input untuk dianalisis adalah berupa data kuantitatif, mengingat dari serangkaian observasi atau pengukuran, hasil dapat dinyatakan dalam bentuk angka. Di samping data kuantitatif, jenis data yang relevan untuk dikumpulkan dapat pula diklasifikasikan pula menurut cara memperolehnya dan waktu pengumpulannya. Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di penelitian ini adalah data sekunder. Adapun data-data yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Data Indeks Harga Saham yang diwakili IHSG periode 30 September 1998 sampai 31 Maret 1999 untuk *event* reformasi perbankan dan 17 Januari sampai 14 Juli 2000 untuk *event legal merger*.
2. Data mengenai informasi pengumuman restrukturisasi perbankan tanggal 13 Maret 1999 dan 30 Juni 2000 yang dipublikasikan di berbagai media (BEJ, PIPM, JSX Monthly, Info Pasar Modal, Bisnis Indonesia) selama periode estimasi.
3. Harga saham penutupan harian pada periode penelitian untuk masing-masing saham yakni untuk reformasi perbankan periode 30 September 1998 – 31 Maret 1999 kemudian untuk *legal merger* periode 17 Januari – 14 Juli 2000.
4. Volume perdagangan saham harian pada periode penelitian untuk masing-masing saham yakni untuk reformasi perbankan periode 29 September 1998 – 31 Maret 1999 kemudian untuk *legal merger* periode 17 Januari – 14 Juli 2000.

Data diperoleh dari Laporan Statistik Bulanan Bursa Efek Jakarta, Harian Bisnis Indonesia, BEJ, Pojok BEJ, PIPM, Sinergi, Info Pasar Modal) selama periode estimasi.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham biasa yang listing di BEJ sampai bulan Juli 2000. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Di dalam *purposive sampling*, populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria

sampel tertentu. Data sampel yang diteliti adalah harga saham bank harian dari 10 saham bank yang diperdagangkan di BEJ sebagai wakil dari sektor perbankan. Kriteria data sampel yang dipilih adalah:

1. Saham bank yang aktif listing di BEJ sejak September 1998 sampai Juli 2000. Saham bank dianggap saham yang aktif atau likuid jika frekuensi perdagangan tidak jatuh hingga 75 kali dalam tiga bulan periode (Circular Letter Pt BEJ No. SE-03/BEJ II./1/94).
2. Jumlah sampel sebanyak 10 saham bank. Sampel yang diambil adalah saham yang sama dalam dua periode yang berbeda. Sampel yang dipilih tidak melakukan kegiatan ekonomi seperti stok split.
3. Sampel yang dipakai bebas dari rekapitalisasi dan likuidasi dan diluar bank *take over*.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Data dikumpulkan dengan melakukan *non participant observation* yaitu dengan mencatat data yang tercantum pada Bulanan Bursa Efek Jakarta, Harian Bisnis Indonesia, BEJ, Pojok BEJ, PIPM, Sinergi, Info Pasar Modal selama periode estimasi.

3.4. Teknik Analisa

Teknik analisa untuk menguji rata-rata harga saham dan volume perdagangan saham ini adalah *event study*. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model yang dikembangkan Afthon Shodaq Noor (1997) dalam menguji reaksi harga dan aktivitas volume perdagangan terhadap Pemilu dan model yang dikembangkan Corrado (1989) di dalam mengukur

performan harga saham dengan tes nonparametrik (dengan *sign test*). Menurut Harjono (1999), pengujian dengan non parametrik dipergunakan karena adanya asumsi bahwa *return* dari surat berharga tidak terdistribusi secara normal. Uji non parametrik seringkali disebut uji yang *distribution free* yang artinya tidak mensyaratkan adanya distribusi tertentu supaya dapat dipakai secara tepat guna.

Pengujian Hipotesis 1,2, dan 3

Langkah-langkah analisis dengan menggunakan *event study* ini adalah sebagai berikut:

1. Menghitung *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan (TVA)

- *return* saham perbankan harian untuk tiap saham bank dalam sampel

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$$

$R_{i,t}$ = *return* saham bank pada periode t

$P_{i,t}$ = harga saham bank pada periode t

$P_{i,t-1}$ = harga saham bank pada periode t-1

- menghitung *return* pasar harian untuk tiap periode sepanjang hari pengumuman

$$R_{m,t} = \ln(IHSG_{i,t} / IHSG_{i,t-1})$$

$R_{m,t}$ = *return* pasar harian pada periode t

$IHSG_t$ = IHSG pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = IHSG pada periode t-1

- Untuk mengestimasi tingkat equilibrium yang diharapkan dari saham pada saham bank, menggunakan *Single Indeks Model*.

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i E(R_{m,t})$$

- Untuk tiap saham bank dalam sampel, *abnormal return*nya dihitung dengan perbedaan antara *actual return* saham bank dan tingkat equilibrium yang diharapkan dari *return*

$$U_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

- *Trading Volume Activity* $_{j,t}$

$$= \frac{\text{jumlah saham perusahaan } j \text{ yang diperdagangkan pada hari ke-} t}{\text{jumlah saham perusahaan } j \text{ yang beredar pada hari ke-} t}$$

2. Menghitung rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah *event* dari saham bank

$$AAR_{seb} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} AR}{10} \quad \text{dan} \quad AAR_{ses} = \frac{\sum_{t=+10}^{t=+1} AR_{j,t}}{10}$$

4. Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan (TVA) sebelum dan sesudah *event*

$$ATVA_{seb} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} TVA_{seb,t}}{10} \quad \text{dan} \quad ATVA_{ses} = \frac{\sum_{t=+10}^{t=+1} TVA_{ses,t}}{10}$$

5. Menghitung rata-rata *abnormal return* sekitar *event*

$$AAR_{sekitar} = \frac{AAR_{seb} + AAR_{ses}}{2}$$

6. Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan (TVA) sekitar *event*

$$ATVA_{sekitar} = \frac{ATVA_{seb} + ATVA_{ses}}{2}$$

7. Menghitung deviasi standar rata-rata *abnormal return* sekitar *event*

$$\sigma_{AR_{sekitar}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (AR_t - AAR_{sekitar})^2 + \sum_{t=1}^{t=10} (AR_t - AAR_{sekitar})^2}{19}}$$

8. Menghitung deviasi standar rata-rata aktivitas volume perdagangan (TVA) sekitar *event*

$$\sigma_{TV_{sekitar}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (TVA_t - ATV_{sekitar})^2 + \sum_{t=1}^{t=10} (TVA_t - ATV_{sekitar})^2}{19}}$$

9. Menentukan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) untuk masing-masing hipotesis yang diujikan yaitu:

- hipotesis 1 :

$H_0: AAR_t = 0 \rightarrow$ Rata-rata AR selama periode kejadian secara signifikan tidak berbeda dengan nol

$H_a: AAR_t \neq 0 \rightarrow$ Rata-rata AR selama periode kejadian secara signifikan berbeda dengan nol

- hipotesis 2:

$H_0: AAR_{saat} = AAR_{sekitar}$

\rightarrow Rata-rata AR pada saat kejadian secara signifikan sama dengan pada hari-hari sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan

$H_a: AAR_{saat} \neq AAR_{sekitar}$

\rightarrow Rata-rata AR pada saat kejadian secara signifikan tidak sama dengan hari-hari sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan

- hipotesis 3:

$H_0: ATV_{saat} = ATV_{sekitar}$

→ Rata-rata TVA pada saat kejadian secara signifikan sama dengan hari-hari sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan

$$H_a: ATVA_{\text{saat}} \neq ATVA_{\text{sekitar}}$$

→ Rata-rata TVA pada saat kejadian secara signifikan tidak sama dengan hari-hari sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan

10. Menghitung t_{hitung} (T_{hit}) untuk menguji signifikan

- t_{hit} untuk hipotesa 1

t_{hit} harian didapat dengan menghitung standar AR yang diperoleh dengan perhitungan di atas

- t_{hit} untuk hipotesa 2

$$t_{\text{hit}} = \frac{AAR_{\text{saat}} - AAR_{\text{sekitar}}}{\sqrt{\frac{(n_a - 1)\sigma_{AR\text{saat}}^2 + (n_b - 1)\sigma_{AR\text{sekitar}}^2}{n_a + n_b - 2}} \sqrt{\frac{1}{n_a} + \frac{1}{n_b}}}$$

- t_{hit} untuk hipotesa 3

$$t_{\text{hit}} = \frac{ATVA_{\text{saat}} - ATVA_{\text{sekitar}}}{\sqrt{\frac{(n_a - 1)\sigma_{TVAsaat}^2 + (n_b - 1)\sigma_{TVAsangkitar}^2}{n_a + n_b - 2}} \sqrt{\frac{1}{n_a} + \frac{1}{n_b}}}$$

dimana n_a = jumlah hari pada saat terjadinya event = 1

n_b = jumlah saham event = 20

11. Menentukan tingkat signifikansi 2 arah $\alpha = 0,05$ dengan derajat kebebasan

(df) sebesar $n_a + n_b - 2$

12. Menentukan kriteria pengujian hipotesis

H_0 ditolak jika $t_{\text{hit}} < (-t_{\alpha/2})$ atau $t_{\text{hit}} > t_{\alpha/2}$

H_0 diterima jika $-t_{\alpha/2} < t_{\text{hit}} < t_{\alpha/2}$

13. Membuat kesimpulan hasil pengujian pada masing-masing hipotesis.

Pengujian Hipotesis 4 dan 5

Langkah-langkah yang dilakukan:

1. Menghitung AR dan TVA sebelum dan sesudah *event* pengumuman restrukturisasi perbankan.
2. Menghitung deviasi standar AR seluruh saham sebelum *event*

$$\sigma_{AR_{seb}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (AR_{tseb} - AAR_{seb})^2}{9}}$$

3. Menghitung deviasi standar AR seluruh saham sesudah *event*

$$\sigma_{AR_{ses}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} (AR_{t ses} - AAR_{ses})^2}{9}}$$

4. Menghitung deviasi standar TVA seluruh saham sebelum *event*

$$\sigma_{TVA, seb} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (TVA_{tseb} - ATVA_{seb})^2}{9}}$$

5. Menghitung deviasi standar TVA seluruh saham sesudah *event*

$$\sigma_{TVA, ses} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} (TVA_{t ses} - ATVA_{ses})^2}{9}}$$

6. Merumuskan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) untuk masing-masing hipotesis yang diujikan yaitu:

$$H_{04}: AAR_{seb} = AAR_{ses}$$

→ Tidak ada perbedaan rata-rata AR pada saat sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan

$$Ha_4: AAR_{seb} \neq AAR_{ses}$$

→ Ada perbedaan rata-rata AR pada saat sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan

$$Ho_5: ATVA_{seb} = ATVA_{ses}$$

→ Tidak ada perbedaan rata-rata TVA pada saat sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan

$$Ha_5: ATVA_{seb} \neq ATVA_{ses}$$

→ Ada perbedaan rata-rata TVA pada saat sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan

7. t_{hit} untuk hipotesa 4

$$t_{hit} = \frac{AAR_{seb} - AAR_{ses}}{\sqrt{\frac{(n_a - 1)\sigma_{ARseb}^2 + (n_b - 1)\sigma_{ARses}^2}{n_a + n_b - 2}} \sqrt{\frac{1}{n_a} + \frac{1}{n_b}}}$$

t_{hit} untuk hipotesa 5

$$t_{hit} = \frac{ATVA_{seb} - ATVA_{ses}}{\sqrt{\frac{(n_a - 1)\sigma_{TVAsseb}^2 + (n_b - 1)\sigma_{TVAses}^2}{n_a + n_b - 2}} \sqrt{\frac{1}{n_a} + \frac{1}{n_b}}}$$

8. Menentukan tingkat signifikan 2 arah $\alpha = 0,05$ dengan df sebesar $n_a + n_b - 2$

9. Menentukan kriteria pengujian hipotesis

H_0 ditolak jika $t_{hit} < (-t_{\alpha/2})$ atau $t_{hit} > t_{\alpha/2}$

H_0 diterima jika $(-t_{\alpha/2}) < t_{hit} < t_{\alpha/2}$

10. Membuat kesimpulan hasil pengujian pada masing-masing hipotesis.

Pengujian Hipotesis 6 dan 7

Langkah-langkah yang dilakukan:

1. Menghitung rata-rata AR sekitar pengumuman restrukturisasi 1999 dan 2000

$$AAR_{sekitar('99atau'00)} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=+10} AAR_t}{21}$$

2. Menghitung rata-rata TVA sekitar pengumuman restrukturisasi 1999 dan 2000

$$ATVA_{sekitar('99atau'00)} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=+10} ATVA_t}{21}$$

3. Menghitung deviasi standar rata-rata AR sekitar pengumuman restrukturisasi 1999 dan 2000

$$\sigma_{ARsekitar('99atau'00)} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=+10} (AR_{sekitar('99atau'00)})_t - AAR_{sekitar('99atau'00,t)}^2}{20}}$$

4. Menghitung deviasi standar rata-rata TVA sekitar pengumuman restrukturisasi 1999 dan 2000

$$\sigma_{TVasekitar('99atau'00)} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=+10} (TVA_{sekitar('99atau'00)})_t - ATVA_{('99atau'00,t)}^2}{20}}$$

5. Merumuskan hipotesa nol (H_0) dan hipotesa alternatif (H_a) untuk masing-masing hipotesa yang diujikan

$$H_0: AAR_{sekitar'99} = AAR_{sekitar'00}$$

→ Rata-rata AR sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 tidak berbeda dengan pengumuman restrukturisasi perbankan 2000

$$- H_{a6}: AAR_{\text{sekitar}'99} \neq AAR_{\text{sekitar}'00}$$

→ Rata-rata AR sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan 1999
berbeda dengan pengumuman restrukturisasi perbankan 2000

$$- H_{o7}: ATVA_{\text{sekitar}'99} = ATVA_{\text{sekitar}'00}$$

→ Rata-rata TVA sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan
1999 tidak berbeda dengan pengumuman restrukturisasi
perbankan 2000

$$- H_{a7}: ATVA_{\text{sekitar}'99} \neq ATVA_{\text{sekitar}'00}$$

→ Rata-rata TVA sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan
1999 berbeda dengan pengumuman restrukturisasi perbankan
2000

6. Menghitung nilai Z untuk menguji signifikansi

- untuk hipotesa 6

$$t = \frac{AAR_{\text{sekitar}'99} - AAR_{\text{sekitar}'00}}{\sqrt{\frac{\sigma_{AR,\text{sekitar}'99}^2}{n_{99}} + \frac{\sigma_{AR,\text{sekitar}'00}^2}{n_{00}}}}$$

- untuk hipotesa 7

$$t = \frac{ATVA_{\text{sekitar}'99} - ATVA_{\text{sekitar}'00}}{\sqrt{\frac{\sigma_{TVA,\text{sekitar}'99}^2}{n_{99}} + \frac{\sigma_{TVA,\text{sekitar}'00}^2}{n_{00}}}}$$

dimana n_{99} = jumlah hari pada periode kejadian 1999

n_{00} = jumlah hari pada periode kejadian 2000

7. Menentukan tingkat signifikan 2 arah $\alpha = 0,05$ dengan df sebesar $n-1$

8. Menentukan kriteria pengujian hipotesa

- H_0 ditolak jika $t < (-t_{\alpha/2})$ atau $t > t_{\alpha/2}$

- H_0 ditolak jika $-t_{\alpha/2} < t < t_{\alpha/2}$

9. Membuat kesimpulan hasil pengujian

10. Dengan asumsi bahwa *return* dari surat berharga tidak terdistribusi secara normal maka dilakukan uji non parametrik dengan *sign test* yaitu

$$Z_H = \frac{(X - 0,5) - 0,5N}{0,5\sqrt{N}}$$

dimana Z = deviasi normal

X = jumlah *abnormal return* yang positif atau negatif

N = jumlah surat berharga yang dijadikan sampel

11. Nilai kritis bila $\alpha = 0,05$ (pengujian dilakukan dengan 2 sisi), maka

nilai kritis = $\pm t_{\alpha/2}$

H_0 diterima bila $-t_{\alpha/2} \leq t \leq +t_{\alpha/2}$

H_0 ditolak bila $t > +t_{\alpha/2}$ atau $t < -t_{\alpha/2}$

12. Membuat kesimpulan hasil pengujian pada masing-masing hipotesis

BAB IV

ANALISIS DATA

Dalam penelitian ini akan dikemukakan 3 sub bab yakni sub bab 4.1 gambaran umum obyek penelitian, sub bab 4.2 proses dan hasil analisis dan sub bab 4.3 pengujian hipotesis penelitian.

4.21. Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1. Pengertian Pasar Modal

Secara formal pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities* maupun perusahaan swasta (Husnan, 1993:31)

Pasar modal Indonesia pertama kali didirikan pada waktu penjajahan Belanda pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama *Vereniging Voor Effectenhandel* dengan mayoritas saham yang diperdagangkan adalah saham-saham perusahaan Belanda. Pasar modal yang didirikan oleh Belanda ini beroperasi sampai dengan tahun 1942, saat kedatangan Jepang di Indonesia.

Sejak tahun 1942 (Jepang menjajah Indonesia), pasar modal Indonesia ditutup oleh pemerintah Jepang. Setelah Jepang meninggalkan Indonesia pasar modal Indonesia baru dibuka kembali oleh pemerintah Orde Lama (1952-1960) untuk menampung obligasi pemerintah serta untuk mencegah larinya saham-saham perusahaan Belanda ke luar negeri. Namun karena adanya sengketa antara pihak Belanda dengan Indoonesia mengenai

Irian Barat pada tahun 1960-an, seluruh perusahaan Belanda dinasionalisasikan dan mengakibatkan larinya modal Belanda dari Indonesia. Sejak itu aktivitas pasar modal boleh dikatakan tidak ada lagi.

Pada jaman pemerintahan Orde Baru (1977-1988), pasar modal Indonesia didirikan kembali pada tanggal 10 Agustus 1977 dan resmi memulai kegiatannya pada waktu perusahaan PT Semen Cibinong menerbitkan sahamnya di BEJ. Pada periode ini hanya 24 perusahaan saja yang mencatatkan sahamnya di bursa saham. Pendirian pasar bursa dilakukan dengan tujuan utama untuk pemeratakan pendapatan. Namun demikian, dalam perkembangannya ada tiga tujuan yang hendak dicapai, yaitu untuk memobilisir dana di luar sistem perbankan, memperluas distribusi kepemilikan saham terutama pemodal-pemodal kecil, serta untuk memperluas dan memperdalam sektor keuangan.

Tahun 1988 dapat dikatakan sebagai era kebangkitan pasar modal Indonesia. Dalam waktu 3 tahun (1988-1990) jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa sudah mencapai 127 emiten. Sampai tahun 1996 jumlah perusahaan yang terdaftar di bursa mencapai 238 emiten. Peningkatan tersebut disebabkan oleh beberapa hal antara lain diijinkannya investor asing untuk memiliki saham perusahaan Indonesia sebesar 49%, adanya PAKTO 88 (kebijakan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi) yang menyebabkan mengalirnya dana sebesar 4 triliun dari Bank Indonesia ke sektor keuangan mengakibatkan masyarakat mempunyai dana untuk bermain dalam pasar modal serta adanya perubahan kultur bisnis dari perusahaan keluarga menjadi perusahaan profesional yang terbuka.

Peningkatan aktivitas bursa sangat terasa pada saat itu, karenanya pada tahun 1995 PT Bursa Efek Jakarta mulai melakukan otomatisasi kegiatan transaksi di bursa dengan menggunakan komputer yang digunakan broker untuk menunjang perdagangan sekuritas di bursa yang lebih dikenal dengan JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Penggunaan JATS mulai tahun 1995 selain dimaksudkan untuk menciptakan pasar modal yang siap menghadapi persaingan internasional di masa yang akan datang juga untuk menjadikan pasar modal Indonesia menjadi pasar yang modern sehingga transaksi kegiatan transaksi dapat berjalan dengan lebih lancar dan efisien.

Kemajuan BEJ mulai terlihat kembali dengan makin meningkatnya partisipasi masyarakat pasar modal Indonesia sampai dengan Juli 1997, dimana jumlah emiten yang mencatatkan sahamnya di bursa sebanyak 273 perusahaan, sedangkan nilai kapitalisasi pasar meningkat sekitar 22,95%, yaitu naik dari 215 triliun pada tahun 1996 menjadi 264,37 triliun pada tahun 1997. Di sisi lain, pengembangan keterbukaan emiten dan *go public*nya sejumlah BUMN dengan kinerja fundamental yang baik, juga meningkatkan *net buying* dari investor asing.

Namun demikian, depresiasi mata uang yang terjadi di negara-negara ASEAN termasuk Indonesia, telah memberikan dampak terhadap modal Indonesia, yakni dengan merosotnya IHSG sebesar 362 poin atau 49,61%. Hal ini disebabkan karena masyarakat digeluti *panic selling*, yaitu penarikan uang dari bursa diputar ke valuta asing. Koreksi tajam yang menimpa bursa saham Indonesia selama semester II tahun 1997 tercermin dari 9 sektor sahamnya yang tidak satupun membukukan *gain*. Total saham yang berhasil

ditransaksikan mencapai 53,868 milyar unit atau senilai Rp. 78,928 trilyun, sementara kepemilikan asing di BEJ hanya 25,28%.

Pada bulan Agustus 1997, krisis moneter melanda negara-negara Asia, termasuk Indonesia, Malaysia, Thailand, Korea Selatan dan Singapura. Krisis moneter yang terjadi ini dimulai dari penurunan-penurunan nilai-nilai mata uang negara-negara Asia tersebut relatif terhadap dolar Amerika. Penurunan nilai mata uang ini disebabkan karena spekulasi dari pedagang-pedagang valas, kurang percayanya masyarakat terhadap nilai mata uang negaranya sendiri dan yang tidak kalah pentingnya adalah kurang kuatnya pondasi perekonomian.

Untuk mencegah permintaan dolar Amerika yang berlebihan yang mengakibatkan nilainya meningkat dan menurunnya nilai Rupiah, Bank Indonesia menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Diharapkan dengan suku bunga deposito yang tinggi (beberapa bank swasta menawarkan suku bunga deposito dari 25% sampai dengan 50%), pemilik modal akan menanamkan modalnya di deposito untuk mengurangi permintaan terhadap dolar.

Tingginya suku bunga deposito berakibat negatif terhadap pasar modal. Investor tidak lagi tertarik untuk menanamkan dananya di pasar modal, karena total *return* yang diterima lebih kecil dibandingkan dengan pendapatan dari bunga deposito. Akibat penurunan yang drastis. Indeks Harga Saham Gabungan sejak bulan Agustus sampai akhir tahun 1997 selalu menurun. Periode ini dapat juga dikatakan sebagai periode ujian terberat yang dialami oleh pasar modal Indonesia.

Untuk mengurangi lesunya permintaan sekuritas di pasar modal Indonesia, pemerintah berusaha meningkatkan aktivitas perdagangannya lewat transaksi investor asing. Pada tanggal 3 September 1997 pemerintah tidak memberlakukan lagi pembatasan 49% kepemilikan asing. Ini berarti bahwa mulai tanggal tersebut, investor asing boleh memiliki saham-saham yang jumlahnya tidak terbatas. Peraturan pemerintah ini belum membawa hasil, yang ditunjukkan oleh kenyataan bahwa sampai akhir September 1997, jumlah kepemilikan asing hanya mencapai 27%. Kemerosotan pasar saham ditunjukkan oleh IHSG yang turun tajam. IHSG pada tanggal 8 Juli 1997 tercatat sebesar 750,83 poin dan turun sekitar 194,14 poin (25,86%) menjadi 546,69 di akhir bulan (30 September 1997).

Untuk memperbaiki kondisi perekonomian kondisi perekonomian yang bergejolak ini, pemerintah pada tanggal 1 November 1997 mengumumkan melikuidasi 16 bank swasta nasional. Pengumuman yang cukup mengejutkan ini tidak banyak membantu memperbaiki lesunya pasar saham. Bahkan IHSG untuk bulan November 1997 ini juga merosot dengan tajam. Titik terendah IHSG untuk bulan ini terjadi pada tanggal 21 November 1997 sebesar 391,26 poin yang berarti turun sebesar 155,43 poin (28,43%) dari 30 September 1997 atau sebesar 359,57 poin (47,89%) sejak tanggal 8 Juli 1997.

4.1.2. Gambaran Singkat Obyek Penelitian

Penelitian dilakukan dengan mengamati 10 emiten yang mempunyai kapitalisasi pasar terbesar pada tahun 1999 dan 2000. Gambaran singkat dari 10 emiten yang dijadikan sampel penelitian adalah sebagai berikut :

1. PT Bank Bali Tbk.

Adalah suatu usaha PMDN perbankan yang didirikan sebagai Bank Komersial pada tahun 1955 dan masih menggunakan nama PT Bank Persatuan Dagang Indonesia.

2. PT Bank Century Intervest Corporation Tbk.

Adalah suatu usaha PMDN perbankan yang didirikan sebagai Bank Komersial pada tahun 1998 tetapi telah melakukan transaksi mata uang asing sejak 1993.

3. PT Bank Internasional Indonesia Tbk.

Adalah suatu usaha PMDN perbankan yang didirikan sebagai Bank Komersial pada tahun 1959. Tahun 1979 Bank Tabungan Untuk Umum di Surabaya bergabung dengan Bank Internasional Indonesia. Bank Internasional Indonesia masih termasuk dalam Group Sinar Mas

4. PT Lippo Bank Tbk.

Adalah usaha PMDN perbankan, didirikan pada tahun 1948 yang bergerak dalam *retail banking* dengan nama NV Bank Perniagaan Indonesia. Pada tahun 1977 merger dengan PT *Central Comercial Bank*, Kemudian pada tahun 1989 merger dengan Bank Umum Asia. Bank ini termasuk dalam Group Lippo.

5. PT Bank NISP Tbk.

Adalah usaha PMDN perbankan, didirikan pada tahun 1941 dengan nama *N.V. Nederladsch Indische Spaar En Depostobank* atau kemudian disebut NISP. Agustus 1990, beroperasi menjadi bank pertukaran luar negeri.

6. PT Bank Negara Indonesia Tbk.

Adalah Bank BUMN yang didirikan pada tahun 1946. Berfungsi sebagai Bank Sentral pada awal berdirinya Republik Indonesia. Tahun 1949 fungsi Bank Sentral dialihkan ke *De Javasche Bank*. Terhitung mulai tahun 1949 BNI berfungsi sebagai Bank Komersial.

7. PT Bank Niaga Tbk.

Adalah suatu PMDN perbankan yang mulai beroperasi pada tahun 1955. Bank Niaga mendapat izin sebagai bank devisa yang dapat melakukan transaksi valuta asing pada tahun 1974. kantor pusat ada di Jakarta.

8. PT Pan Indonesia Bank Tbk.

Adalah usaha PMDN perbankan yang berdiri pada tahun 1971 melalui merger 3 bank, yaitu : Bank Industri dan Dagang Indonesia, Bank Kemakmuran dan PT Industri Djaja Indonesia. Bank Pan Indonesia merupakan bank yang bergerak dalam bidang retail banking.

9. PT Bank Pikko Tbk.

Adalah usaha PMDN perbankan yang berdiri pada tahun 1968 dengan nama Bank Rahardja Makmur. Tahun 1996, mempunyai lisensi untuk bertransaksi dengan luar negeri. Tiga bulan kemudian berganti nama menjadi Bank Pikko.

10. PT Bank Universal Tbk.

Adalah usaha PMDN perbankan yang didirikan pada tahun 1990 sebagai konsolidasi Bank Perkembangan Asia dan Bank Kredit Universal, berfungsi sebagai Bank Komersial. Bank ini sebagian besar sahamnya dimiliki oleh Astra.

4.2. Proses dan Hasil Analisis

Tujuan penelitian ini mengarah pada pengujian pola reaksi pasar terhadap suatu *event* pada dua kurun waktu yang berbeda, yaitu restrukturisasi perbankan 1999 (reformasi perbankan) dan restrukturisasi perbankan 2000 (*legal merger*), maka pemilihan sampel adalah bank-bank yang sama pada dua periode. Selain itu bank-bank tersebut aktif atau likuid dan diperdagangkan selama tiga bulan periode. Sehingga diperoleh 10 (sepuluh) sampel yang layak dibandingkan dalam 2 (dua) periode pengamatan. 10 sampel dapat dilihat pada table 4.1

Table 4.1 Kode dan Nama Perusahaan Sampel

No	Kode	Nama Perusahaan
1	BNLI	PT. Bank Bali Tbk
2	BCIC	PT. Bank Century Intervest Corporation Tbk
3	BNII	PT. Bank Internasional Indonesia Tbk
4	LPBN	PT. Lippo Bank Tbk
5	NISP	PT. Bank NISP Tbk
6	BBNI	PT. Bank Negara Indonesia Tbk
7	BNGA	PT. Bank Niaga Tbk
8	PNBN	PT. Pan Indonesia Bank Tbk
9	BNPK	PT. Bank Pikko Tbk
10	BUNI	PT. Bank Universal Tbk

Sumber : Bisnis Indonesia

Untuk perhitungan *abnormal return* masing-masing sampel, diambil data harga harian selama 121 hari pada masing-masing periode pengamatan yaitu t_{-110} sampai dengan t_{-11} dari *event date* untuk periode estimasi dan t_{-10} sampai dengan t_{+10} dari *event date* untuk periode kejadian. Dalam penelitian ini menggunakan tingkat keyakinan 95% dengan $t \text{ tabel} = 2.26$.

4.3. Pengujian Hipotesis Penelitian.

4.3.1. Hipotesis 1

Rumusan Hipotesis 1

$$H_0 : AR_{N,t} = 0$$

→ Rata-rata *Abnormal return* harian selama periode kejadian secara signifikan tidak berbeda dengan nol.

$$H_a : AR_{N,t} \neq 0$$

→ Rata-rata *Abnormal return* harian selama periode kejadian secara signifikan berbeda dengan nol.

Pengujian hipotesis dilakukan sesuai prosedur pada bab III yaitu dengan menguji ada tidaknya *abnormal return* pada masing-masing sampel. Dengan menggunakan program SPSS, dihitung α dan β masing-masing sampel untuk memperoleh *expected return* (ER) masing-masing sampel (hasil perhitungan dapat dilihat pada lampiran 1). Dengan menghitung selisih antara *actual return* dan *expected return* maka diperoleh *abnormal return* pada masing-masing sampel dan setelah itu seluruh *abnormal return* tersebut dirata-ratakan untuk tiap hari pada masing-masing periode pengamatan. Hasil lengkap *abnormal return* harian untuk ke-2 periode pengamatan dapat dilihat pada tabel 4.2 dan gambar 4.1 (untuk periode pengamatan 1999) serta tabel 4.3 dan gambar 4.2 (untuk periode pengamatan 2000) sebagai berikut :

Tabel 4.2. *Average dan Cumulative Abnormal Return Sekitar Reformasi Perbankan 1999.*

Hari ke	AAR	t hitung	CAR	t hitung
-1	-0.0086422	-0.2131018	-0.0864221	-0.1806068
-2	-0.010836	-0.2671967	-0.194782	-0.4070598
-3	-0.0124355	-0.3066374	-0.3191368	-0.6669392
-4	0.01760731	0.43416551	-0.1430638	-0.2989779
-5	-0.0203092	-0.500789	-0.3461556	-0.7234036
-6	0.01156677	0.28521639	-0.2304879	-0.4816787
-7	-0.012187	-0.300511	-0.3523582	-0.7363659
-8	-0.0045651	-0.1125671	-0.3980091	-0.8317682
-9	0.01792994	0.44212112	-0.2187097	-0.4570643
-10	0.01430869	0.3528275	-0.0756227	-0.158038
0	-0.0253818	-0.6258708	-0.3294406	-0.6884723
1	-0.025714	-0.6340613	-0.5865802	-1.2258482
2	-0.0123359	-0.3041806	-0.7099387	-1.4836455
3	-0.0526166	-1.2974327	-1.2361043**	-2.583238
4	-0.0036647	-0.0903657	-1.2727515**	-2.6598242
5	0.02061164	0.50824723	-1.0666351***	-2.2290776
6	-0.0627946	-1.5484053	-1.694581*	-3.5413728
7	0.05235519	1.29098786	-1.1710291**	-2.4472424
8	0.00052548	0.01295754	-1.1657742**	-2.4362607
9	0.02932558	0.72311771	-0.8725184	-1.8234083
10	-0.0026693	-0.065821	-0.8992117	-0.0004498

Sumber : data sekunder (1999), yang diolah.

Ket. AAR = rata-rata *abnormal return*

CAR = *Cumulative abnormal return*

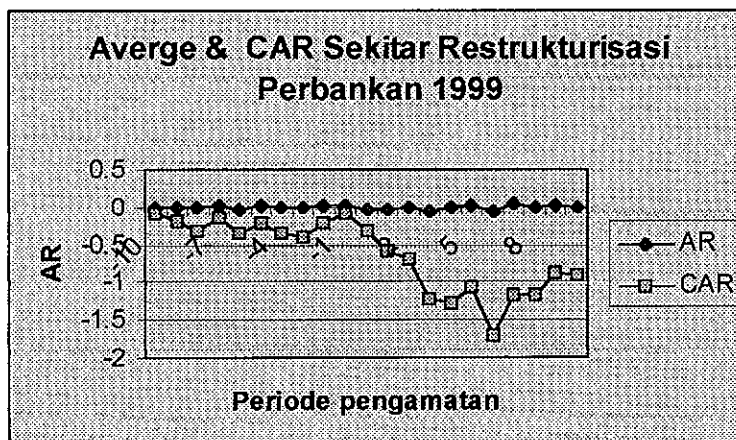
Tanda * menunjukkan signifikan pada tingkat keyakinan 99%

Tanda ** menunjukkan terbukti signifikan pada tingkat keyakinan 95%

Tanda *** menunjukkan terbukti signifikan pada tingkat keyakinan 90%

T tabel 1% = 3.25, t tabel 5% = 2.26, t tabel 10% = 1.83

Gb. 4.1. *Average & Cumulative Abnormal Return sekitar Restrukturisasi Perbankan 1999*



Sumber : data sekunder (1999), yang diolah.

Tabel 4.3. Average dan Cumulative Abnormal Return sekitar Legal Merger 2000.

Hari ke	AAR	t hitung	CAR	t hitung
-10	-0.02069	-0.58049	-0.20688	-0.58049
-9	0.01471	0.412742	0.147095	0.412742
-8	-0.00565	-0.15865	-0.05654	-0.15865
-7	-0.01549	-0.43463	-0.1549	-0.43463
-6	0.003615	0.101423	0.036146	0.101423
-5	0.008943	0.250932	0.089429	0.250932
-4	-0.02637	-0.73983	-0.26366	-0.73983
-3	-0.02709	-0.76007	-0.27088	-0.76007
-2	0.048444	1.35931	0.484439	1.35931
-1	-0.03108	-0.87209	-0.3108	-0.87209
0	0.068325***	1.917172	0.683253***	1.917172
1	-0.08543**	-2.39713	-0.8543**	-2.39713
2	-0.02442	-0.68508	-0.24415	-0.68508
3	-0.01102	-0.30913	-0.11017	-0.30913
4	-0.00823	-0.2309	-0.08229	-0.2309
5	0.017615	0.494278	0.176154	0.494278
6	-0.03032	-0.8508	-0.30321	-0.8508
7	0.044339	1.244128	0.44339	1.244128
8	-0.06143	-1.72378	-0.61433	-1.72378
9	0.006945	0.194861	0.069446	0.194861
10	-0.03539	-0.9929	-0.35385	-0.9929

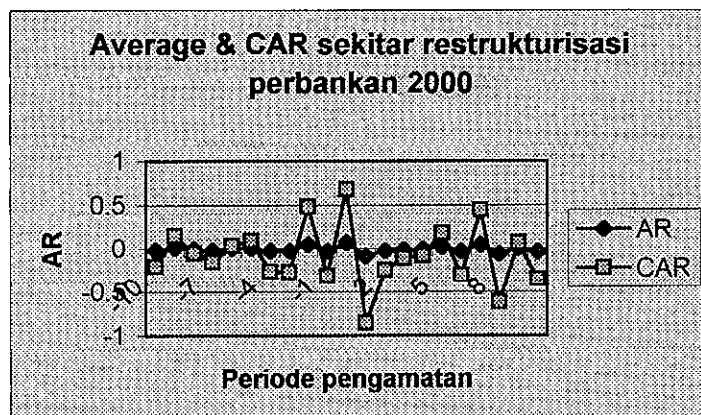
Sumber : data sekunder (2000), yang diolah.

Ket. Tanda * menunjukkan signifikan pada tingkat keyakinan 90%

Tanda ** menunjukkan signifikan pada tingkat keyakinan 95%

Tanda *** menunjukkan signifikan pada tingkat keyakinan 99%

Gb. 4.2. Average dan Cumulative Abnormal Return sekitar restrukturisasi perbankan 2000



Sumber : data sekunder (2000), yang diolah.

Hasil pengujian pada periode sekitar Reformasi Perbankan 1999 tidak terjadi *abnormal return* yang signifikan baik pada tingkat kepercayaan 99%, 95% maupun 90%. Sedangkan pada *Legal Merger* 2000, terjadi *abnormal return* yang signifikan pada tingkat kepercayaan 95% yaitu pada saat t_1 (-0.08543) dan pada tingkat kepercayaan 90% pada saat t_0 (0.0683253).

Tidak terdapatnya *abnormal return* pada tahun 1999 tersebut dimungkinkan adanya beberapa hal antara lain pengumuman tentang reformasi perbankan telah diketahui oleh investor. Walaupun terjadi penundaan, investor telah mengetahui hari dan tanggal penundaan tersebut sehingga hal tersebut dapat diantisipasi investor dengan melakukan portfolio saham. Atau dapat dikatakan pula bahwa pada saat restrukturisasi perbankan 1999 [asar modal sudah berada dalam bentuk efisien setengah kuat.

Sedangkan pada *Legal Merger* 2000, para investor dibingungkan dengan penundaan pengumuman yang tidak tahu hingga kapan. Walaupun penandatanganan merger telah dilakukan dan pengakuan secara hukum telah disepakati (30 Mei 2000), pengumuman tetap harus mundur karena tidak siapnya Bank Indonesia membiayai efisiensi bank-bank yang akan merger tersebut (seperti pesangon untuk karyawan yang di-PHK). Kemudian tersiar kabar bahwa pengumuman akan dilakukan 2 minggu kemudian. Tetapi hal tersebut tidak terlaksana sehingga kemudian para pakar ekonomi mengatakan apabila *merger* ini ditunda untuk waktu yang tidak tahu batasnya maka yang mengalami kerugian adalah BI sendiri karena BI yang selama ini membiayai BTO-BTO tersebut dalam melangsungkan kegiatannya. Apabila BI menunda *merger*, maka uang rakyat akan semakin 'terkuras'. Akhirnya pada tanggal

30 Juni 2000, pemerintah melakukan *legal merger*. Hal inilah yang tidak diantisipasi investor sebelumnya. *Abnormal return* positif terjadi pada hari pengumuman dan *abnormal return* negatif sehari setelah pengumuman. Perolehan *abnormal return* positif ini dikarenakan investor merasakan akan terjadi perbaikan ekonomi dengan adanya merger tersebut. Seperti yang telah diketahui bahwa *merger* adalah salah satu tahapan perbaikan ekonomi sehingga para investor antusias menyambut pengumuman ini dan hal tersebut merupakan *good news* bagi pasar. Tetapi pada kenyataan dengan melakukan merger keadaan belum berubah. Masyarakat sudah apatis (*bad news*) dengan perekonomian Indonesia. Hal tersebut mengakibatkan investor juga menjadi ragu untuk melakukan investasinya di saham perbankan.

Perbedaan hasil penelitian ini disebabkan oleh karena adanya perbedaan dalam sifat *event* yang diamati. Pada reformasi perbankan 1999, *event* yang diamati adalah *event* yang dapat diprediksi karena walaupun pengumuman tersebut ditunda tetapi batas penundaan tersebut diberitahukan kepada rakyat. Atau dapat dikatakan bahwa *event* tersebut sudah pasti sehingga reaksi yang ditimbulkan juga sudah dapat diantisipasi oleh investor. Sedangkan *event legal merger* 2000 merupakan *event* yang tidak dapat diantisipasi investor. Walaupun sama-sama terjadi penundaan pengumuman, *event* ini tidak dikatakan batas penundaannya, sehingga investor tidak dapat mengantisipasi keadaan.

4.3.2. Hipotesis 2

Rumusan Hipotesis 2

$$H_0 : AR_{N, \text{saat}} = AR_{N, \text{sekitar}}$$

- Rata-rata *abnormal return* pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan tidak berbeda dengan sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan.

$$H_a : AR_{N, \text{saat}} \neq AR_{N, \text{sekitar}}$$

- Rata-rata *abnormal return* pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan berbeda dengan sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan.

Hipotesis ini digunakan untuk menguji adanya perbedaan *abnormal return* pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan dengan hari-hari sekitarnya. Hal ini untuk melihat apakah pasar bereaksi secara berlebihan pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan dibandingkan hari-hari sekitarnya. Adanya informasi yang relevan mengenai kestabilan perekonomian dalam negeri Indonesia diperkirakan akan mempengaruhi pasar sebelum terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan dan bereaksi karena informasi tersebut. Tetapi apabila informasi maupun kejadian sekitar pengumuman restrukturisasi perbankan tersebut dianggap tidak relevan terhadap pelaku pasar modal, maka pasar tidak akan bereaksi. Data pengujian beda rata-rata dapat dilihat pada tabel 4.4

Tabel 4.4. Hasil Uji Statistik Beda *Average Abnormal return* pada saat dan sekitar peristiwa reformasi perbankan 1999

Sekitar		Saat	
Hari ke	AAR	Hari ke	AAR
-10	-0.0086422		
-9	-0.010836		
-8	-0.0124355		
-7	0.01760731		
-6	-0.0203092		
-5	0.01156677		
-4	-0.012187		
-3	-0.0045651		
-2	0.01792994		
-1	0.01430869		
		0	-0.0253818
1	-0.025714		
2	-0.0123359		
3	-0.0526166		
4	-0.0036647		
5	0.02061164		
6	-0.0627946		
7	0.05235519		
8	0.00052548		
9	0.02932558		
10	-0.0026693		
Rata-rata	-0.00346		-0.0253818
Deviasi std	-0.06615437		0
t hitung	-0.468		

Sumber: data 1999 yang diolah

Tabel 4.5. Hasil Uji Statistik Beda *Average Abnormal return* pada saat dan sekitar peristiwa Legal Merger 2000

Sekitar		Saat	
Hari ke	AAR	Hari ke	AAR
-10	-0.02069		
-9	0.01471		
-8	-0.00565		
-7	-0.01549		
-6	0.003615		
-5	0.008943		
-4	-0.02637		
-3	-0.02709		
-2	0.048444		
-1	-0.03108		
		0	0.068325
1	-0.08543		
2	-0.02442		
3	-0.01102		
4	-0.00823		
5	0.017615		
6	-0.03032		
7	0.044339		
8	-0.06143		
9	0.006945		
10	-0.03539		
Rata-rata	-0.011899		0.068325295
Deviasi std	-0.00855		0
t hitung		9.37541047*	

Sumber : data sekunder (2000), yang diolah

Ket: - tanda * menunjukkan signifikan pada tingkat keyakinan 95%

Dari pengujian, diperoleh hasil bahwa untuk pengujian pada periode pengamatan 1999 tidak terjadi perbedaan *abnormal return* pada saat dan sekitar *event* (nilai t_{hit} 0.468), sedangkan untuk periode pengamatan 2000 terjadi perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada tingkat kepercayaan

95% (nilai t_{hit} 9.375), hal ini memperkuat hipotesis 1 bahwa pasar bereaksi pada saat terjadinya *event legal merger*, sedangkan pada periode reformasi perbankan 1999 reaksi pasar tidak berbeda dengan hari-hari sekitarnya. Pada saat periode restrukturisasi perbankan 1999 adalah peristiwa yang diharapkan oleh investor. Dengan kata lain, ekspektasi investor terhadap harga saham di seputar restrukturisasi perbankan 1999 adalah tepat atau tidak meleset. Andaikan terjadi ketidaktepatan ekspektasi investor terhadap harga saham, tingkat ketidaktepatan ekspektasi investor secara statistik tidak signifikan masih dibawah tingkat kesalahan 5%.

Tidak adanya *abnormal return* dapat disebabkan karena peristiwa restrukturisasi perbankan 1999 sudah direncanakan jauh-jauh hari sebelumnya (*anticipated event*) sehingga investor mempunyai ekspektasi bahwa dengan adanya *event* tersebut akan menimbulkan situasi yang kondusif dan menciptakan kepastian bagi investor di pasar modal. Dan pada kenyataannya ekspektasi investor tidak meleset. Berbeda dengan restrukturisasi perbankan 2000, walaupun telah direncanakan jauh-jauh hari tetapi tanggal pengumumannya tidak ditentukan dengan pasti (*unanticipated event*). Hal ini membuat investor tidak mempunyai ekspektasi dalam berinvestasi sehingga hal tersebut menimbulkan *abnormal return*.

4.3.3. Hipotesis 3

$$H_0: TVA_{N,saat} = TVA_{N,sekitar}$$

→ Rata-rata aktivitas volume perdagangan pada saat terjadinya restrukturisasi perbankan tidak berbeda dengan sekitar restrukturisasi perbankan.

$$H_a : TVA_{N, \text{saat}} \neq TVA_{N, \text{sekitar}}$$

→ Rata-rata aktivitas volume perdagangan pada saat terjadinya restrukturisasi perbankan berbeda dengan sekitar restrukturisasi perbankan.

Hipotesis ini dibuat untuk lebih memperkuat kedua hipotesa di atas untuk variabel yang diuji adalah aktivitas perdagangan saham selama kedua periode kejadian. Hal ini dilakukan untuk mengantisipasi reaksi pasar yang tidak tercermin pada harga saham. Aktivitas volume perdagangan pada kedua periode pengamatan dapat dilihat pada tabel 4.6 dan polanya pada gambar 4.3 dan 4.4, sedangkan untuk pengujian hipotesis 3 dapat dilihat pada tabel 4.7 dan 4.8.

Tabel 4.6. Aktivitas volume perdagangan sekitar restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000.

Hari ke	TVA 1999	Hari ke	TVA2000
-10	0.006861	-10	0.0034378
-9	0.007453	-9	0.0044846
-8	0.010508	-8	0.0052914
-7	0.009774	-7	0.0013894
-6	0.074482	-6	0.0027929
-5	0.015172	-5	0.0031462
-4	0.006048	-4	0.1309511
-3	0.005375	-3	0.0042478
-2	0.011968	-2	0.0151413
-1	0.021514	-1	0.0075823
0	0.017463	0	0.0065868
1	0.007669	1	0.0047488
2	0.010548	2	0.0037207
3	0.01599	3	0.0063137
4	0.011058	4	0.0030848
5	0.010055	5	0.0053283
6	0.019138	6	0.0051553
7	0.014026	7	0.005703
8	0.007114	8	0.0074229
9	0.029407	9	0.0025195
10	0.030581	10	0.0035167

Sumber : data sekunder (1999 & 2000), yang diolah.

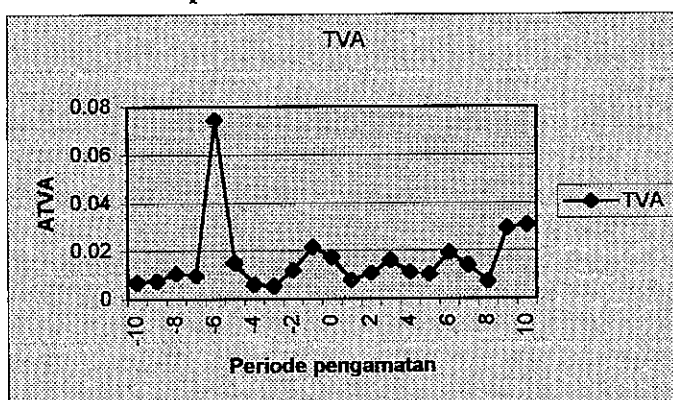
Tabel 4.7. Hasil uji statistik beda rata-rata aktivitas volume perdagangan pada saat dan sekitar restrukturisasi perbankan 1999.

Hari ke	Sekitar	Hari ke	Saat
-10	0.0006861		
-9	0.0007453		
-8	0.0010508		
-7	0.0009774		
-6	0.0007448		
-5	0.0015172		
-4	0.0006048		
-3	0.0005375		
-2	0.0011968		
-1	0.0021514		
		0	0.001746
1	0.0007669		
2	0.0010548		
3	0.001599		
4	0.0011058		
5	0.0010055		
6	0.0019138		
7	0.0014026		
8	0.0007114		
9	0.0029407		
10	0.0030581		
Rata-rata	0.0007482		0.001746
Deviasi standar	0.0022331		0
t hitung		195.3611*	

Sumber : data sekunder (1999) yang diolah.

Ket: tanda * menunjukkan t hitung terbukti signifikan pada tingkat keyakinan 95%

Gb. 4.3. Aktivitas volume perdagangan sekitar restrukturisasi perbankan 1999.



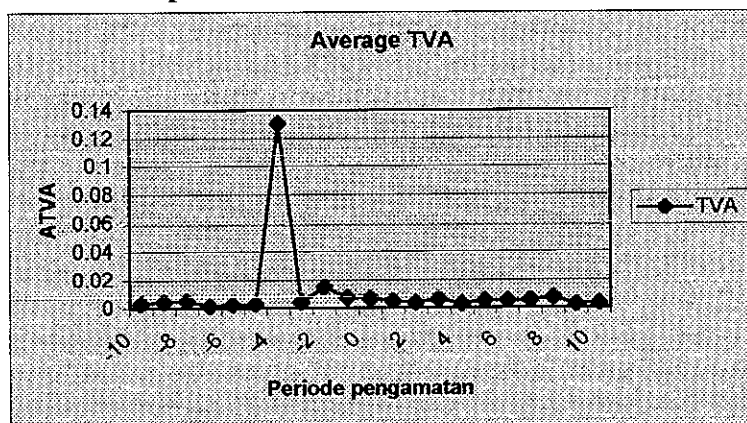
Sumber : data sekunder (1999), yang diolah

Tabel 4.8. Hasil uji statistik beda rata-rata aktivitas volume perdagangan pada saat dan sekitar restrukturisasi perbankan 2000.

Hari ke	Sekitar	Hari ke	Saat
-10	0.0003438		
-9	0.0004485		
-8	0.0005291		
-7	0.0001389		
-6	0.0002793		
-5	0.0003146		
-4	0.0130951		
-3	0.0004248		
-2	0.0015141		
-1	0.0007582		
		0	0.000659
1	0.0004749		
2	0.0003721		
3	0.0006314		
4	0.0003085		
5	0.0005328		
6	0.0005155		
7	0.0005703		
8	0.0007423		
9	0.000252		
10	0.0003517		
Rata-rata	0.0011299		0.000659
Deviasi standar	0.0086539		0
t hitung		1.140454	

Sumber : Data sekunder (2000), yang diolah.

Gb. 4.4. Aktivitas volume perdagangan sekitar restrukturisasi perbankan 2000.



Sumber : data sekunder (2000), yang diolah.

Dari hasil uji statistik dan gambar 4.3 dan 4.4 terlihat bahwa baik pada periode pengamatan 1999 terjadi perbedaan secara signifikan pada aktivitas volume perdagangan pada saat dan sekitar restrukturisasi perbankan. Apabila dilihat dari rata-rata aktivitas volume perdagangan pada saat restrukturisasi perbankan 1999 lebih kecil daripada sekitar peristiwa. Hal ini mungkin disebabkan oleh investor yang menunda transaksi dengan melihat keadaan pada saat peristiwa tetapi setelah peristiwa ternyata keadaan menjadi normal kembali dan terjadi peningkatan

Sedangkan pada periode 2000 tidak terjadi perbedaan secara signifikan. Walaupun rata-rata aktivitas volume perdagangan pada saat peristiwa lebih besar daripada sekitar. Hal ini berlawanan dengan harapan bahwa akan terjadi kesamaan dengan hasil yang diperoleh akan terjadi kesamaan dengan hasil yang diperoleh pada pengujian hipotesis 2 dan dimungkinkan karena aktivitas volume perdagangan tidak membedakan aktivitas jual maupun beli yang terjadi di pasar sehingga transaksi perdagangan yang tinggi dapat disebabkan oleh aktivitas jual yang tinggi, aktivitas beli yang tinggi atau kombinasi aktivitas jual dan beli yang tinggi. Hal lain mungkin disebabkan oleh perdagangan di BEJ yang relatif sepi dengan peningkatan yang tipis. Hal ini berkaitan dengan minat beli investor terhadap saham bank masih bertahan.

4.3.4. Hipotesis 4

Rumusan hipotesis 4

$$H_0 : AR_{N,seb} = AR_{N,ses}$$

- Rata-rata *abnormal return* sesudah restrukturisasi perbankan secara signifikan tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* sebelum restrukturisasi perbankan.

$$H_a : AR_{N,seb} \neq AR_{N,ses}$$

- Rata-rata *abnormal return* sesudah restrukturisasi perbankan secara signifikan berbeda dengan rata-rata *abnormal return* sebelum restrukturisasi perbankan.

Pengujian ini digunakan untuk melihat apakah perbedaan rata-rata *abnormal return* yang terjadi sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan secara signifikan berbeda. Rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah masing-masing restrukturisasi perbankan serta uji signifikan beda rata-rata dilihat pada tabel 4.9 dan 4.10 sebagai berikut :

Tabel 4.9. Hasil uji statistik beda *average abnormal return* sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan 1999.

Hari ke	sebelum	Hari ke	sesudah
-10	-0.008642207	1	-0.025713952
-9	-0.010835994	2	-0.012335851
-8	-0.012435484	3	-0.052616561
-7	0.017607306	4	-0.003664724
-6	-0.020309179	5	0.020611643
-5	0.01156677	6	-0.062794592
-4	-0.012187032	7	0.052355193
-3	-0.004565088	8	0.000525485
-2	0.017929941	9	0.02932558
-1	0.014308695	10	-0.002669327
Rata-rata	-0.00075623		-0.00616501
Deviasi standar	0.014502418		0.0353372345
t hitung		0.433	

Sumber : data sekunder 1999, diolah

Tabel 4.10. Hasil uji statistik beda *average abnormal return* sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan 2000

Hari ke	sebelum	Hari ke	sesudah
-10	-0.020687677	1	-0.085430164
-9	0.014709534	2	-0.02441535
-8	-0.005654111	3	-0.01101695
-7	-0.01548952	4	-0.008228804
-6	0.003614556	5	0.017615372
-5	0.008942856	6	-0.03032139
-4	-0.026366315	7	0.044338964
-3	-0.027087814	8	-0.061433197
-2	0.04844388	9	0.006944571
-1	-0.031080147	10	-0.035385453
Rata-rata	-0.00506545		0.01873322
deviasi standar	0.09063729		0.08772212
t hitung		3.112*	

Sumber : data sekunder (2000) yang diolah.

Keterangan : * signifikan pada tingkat keyakinan 95%

Dari hasil pengujian pada kedua periode tersebut diperoleh hasil bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum restrukturisasi perbankan 1999 lebih tinggi daripada rata-rata *abnormal return* sesudah restrukturisasi perbankan. Tetapi setelah diuji signifikan beda rata-ratanya ternyata restrukturisasi perbankan 1999 tidak berbeda secara signifikan. Dengan kata lain, rata-rata *abnormal return*nya tidak berbeda secara signifikan baik sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan. Tidak adanya perbedaannya yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 dapat disebabkan oleh 2 hal yaitu : *pertama*, tidak adanya *abnormal return* yang signifikan sepanjang periode pengamatan karena *event* restrukturisasi perbankan 1999 sudah dapat diantisipasi oleh pasar sehingga baik rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *event* secara statistik adalah nol. *Kedua*, informasi yang tersedia diserap dengan baik oleh pasar sehingga pasar cenderung melakukan

penyesuaian terhadap perkembangan informasi / peristiwa ekonomi yang terjadi baik sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan 1999. Karena informasi tersebar dengan baik dan merata sehingga tidak ada informasi yang dapat mempengaruhi pasar. Informasi tersebut segera tercermin dalam pergerakan harga saham di pasar modal yang menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman restrukturisasi perbankan 1999.

Sedangkan rata-rata *abnormal return* sebelum restrukturisasi perbankan periode 2000 lebih kecil daripada sesudah dan setelah diuji beda rata-rata mengalami perbedaan secara signifikan.. Hal ini dapat disebabkan kurang antisipasi pasar terhadap pengumuman tersebut berkaitan dengan penundaan tanggal pengumuman yang tidak jelas batasnya sehingga pasar tidak dapat menyerap informasi yang ada.

4.3.5. Hipotesis 5

$$H_0 : TVA_{N,seb} = TVA_{N,ses}$$

→ Rata-rata aktivitas volume perdagangan sesudah restrukturisasi perbankan secara signifikan tidak berbeda dengan sebelum restrukturisasi perbankan.

$$H_a : TVA_{N,seb} \neq TVA_{N,ses}$$

→ Rata-rata aktivitas volume perdagangan sesudah restrukturisasi perbankan secara signifikan berbeda dengan sebelum restrukturisasi perbankan.

Hampir identik dengan pengujian hipotesis 4 di atas, pengujian ini digunakan untuk melihat apakah perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan yang terjadi sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan secara signifikan berbeda. Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum

dan sesudah restrukturisasi perbankan serta uji signifikan beda rata-rata dilihat pada tabel 4.11 dan 4.12 sebagai berikut :

Tabel 4.11. Hasil uji statistik beda rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan 1999

Hari ke	Sebelum	Hari ke	Sesudah
-10	0.000686121	1	0.000766921
-9	0.000745299	2	0.001054794
-8	0.001050843	3	0.00159897
-7	0.000977426	4	0.001105831
-6	0.000744821	5	0.001005488
-5	0.001517164	6	0.001913819
-4	0.000604845	7	0.001402585
-3	0.000537495	8	0.000711405
-2	0.001196786	9	0.002940725
-1	0.002151441	10	0.003058084
Rata-rata	0.00102122		0.00147514
Deviasi standar	0.000497679		0.000844594
t hitung		-3.333*	

Sumber : data sekunder (1999), yang diolah

Keterangan: * signifikan pada tingkat keyakinan 95%

Tabel 4.12. Hasil uji statistik beda rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan 2000

Hari ke	Sebelum	Hari ke	Sesudah
-10	0.000343779	1	0.000474879
-9	0.000448465	2	0.000372066
-8	0.000529145	3	0.000631373
-7	0.000138938	4	0.000308478
-6	0.000279293	5	0.000532832
-5	0.000314622	6	0.000515532
-4	0.013095115	7	0.000570298
-3	0.000424777	8	0.000742285
-2	0.001514132	9	0.000251953
-1	0.000758234	10	0.000351674
Rata-rata	0.00178465		0.00047514
Deviasi standar	0.01252059		0.00060439
t hitung		1.043	

Sumber : data sekunder (2000) yang diolah

Dari hasil pengujian pada kedua periode tersebut diperoleh hasil bahwa rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum restrukturisasi

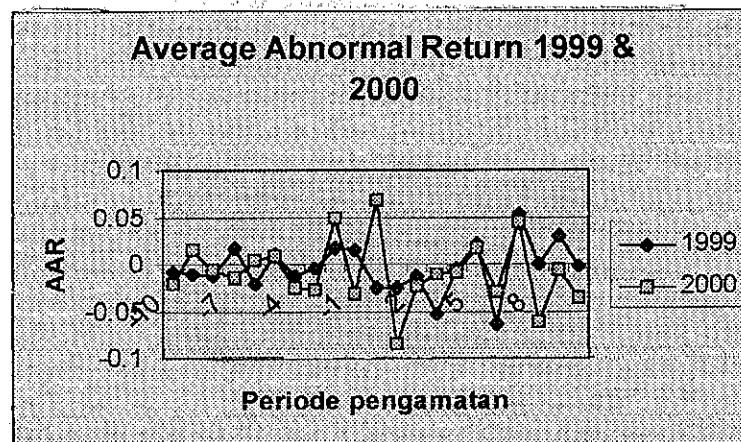
perbankan 1999 lebih rendah daripada rata-rata aktivitas volume perdagangan sesudah, ternyata setelah diuji beda secara signifikan mengalami perbedaan yang signifikan. Karena semua antisipasi dari investor tadi mungkin juga mempengaruhi investasi mereka.

Sedangkan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum restrukturisasi perbankan 2000 lebih tinggi daripada rata-rata aktivitas volume perdagangan sesudah. Hal ini ternyata diperkuat dengan uji signifikansi tidak adanya beda rata-rata dari keduanya. Dimana kedua periode tersebut sama-sama signifikan atau dengan kata lain, rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan adalah sama. Hal itu mungkin disebabkan oleh perdagangan saham finansial yang tidak mengalami perubahan. Ini berkaitan dengan spekulasi jangka panjang yang tetap menjadi sikap pemodal. Karena dalam kondisi keuangan dan politik yang tidak menentu para investor tidak akan melakukan pembelian jangka panjang. Mungkin ditambah lagi dengan tidak adanya isu positif yang mampu menggerakkan harga saham finansial.

4.3.6. Hipotesis 6

Pada gambar 4.5 menunjukkan pola dari rata-rata *abnormal return* selama 1999 dan 2000.

Gb. 4.5. Average Abnormal Return selama restrukturisasi perbankan 1999 & 2000



Sumber : data sekunder 1999 dan 2000, diolah

$$H_0 : AR_{N, \text{sekitar '99}} = AR_{N, \text{sekitar '00}}$$

→ Rata-rata *abnormal return* sekitar restrukturisasi perbankan 1999 secara signifikan tidak berbeda dengan tahun 2000.

$$H_a : AR_{N, \text{sekitar '99}} \neq AR_{N, \text{sekitar '00}}$$

→ Rata-rata *abnormal return* sekitar restrukturisasi perbankan 1999 secara signifikan berbeda dengan tahun 2000.

Hipotesis ini digunakan untuk menguji dan membandingkan perbedaan reaksi pasar antara restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000. Rata-rata *abnormal return* harian selama periode kejadian untuk kedua periode pengamatan tersebut dapat dilihat pada tabel 4.13.

Tabel 4.13. Hasil uji statistik beda rata-rata *abnormal return* selama periode kejadian pada restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000.

Hari ke	1999	Hari ke	2000
-10	-0.008642207	-10	-6.669547402
-9	-0.010835994	-9	-6.003611998
-8	-0.012435484	-8	-5.337478495
-7	0.017607306	-7	-4.660797565
-6	-0.020309179	-6	-4.006769726
-5	0.01156677	-5	-3.329477743
-4	-0.012187032	-4	-2.670729011
-3	-0.004565088	-3	-2.001521696
-2	0.017929941	-2	-1.327356686
-1	0.014308695	-1	-0.661897102
0	-0.025381791	0	-0.008460597
1	-0.025713952	1	0.658095349
2	-0.012335851	2	1.329221383
3	-0.052616561	3	1.982461146
4	-0.003664724	4	2.665445092
5	0.020611643	5	3.340203881
6	0.062794592	6	3.979068469
7	0.052355193	7	4.684118398
8	0.000525485	8	5.333508495
9	0.02932558	9	6.009775193
10	-0.002669327	10	6.665776891
rata-rata	0.00428196		-0.00142732
std deviasi	0.0255693		4.137501207
t hitung	0.236544		

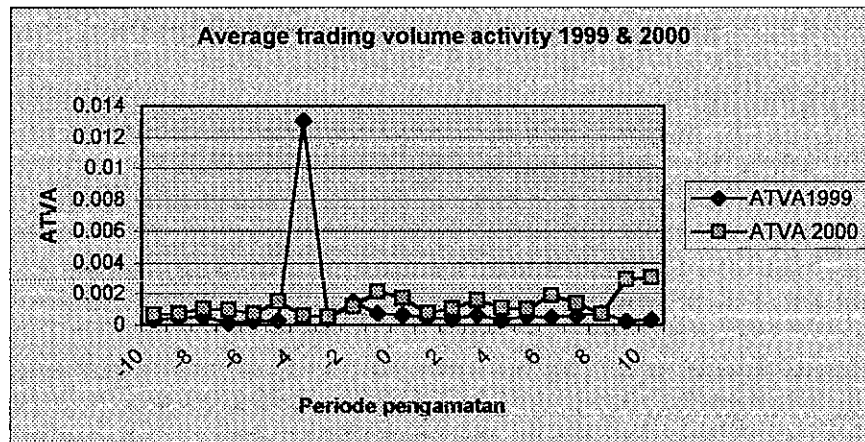
Sumber : data sekunder (1999 & 2000) yang diolah

Dari hasil perhitungan tersebut terlihat bahwa rata-rata *abnormal return* pada periode 1999 adalah positif (0.00428196) sedangkan rata-rata *abnormal return* pada periode 2000 adalah negatif (-0.00142732). Tetapi setelah diuji beda mengalami perbedaan secara signifikan. Hal ini berarti bahwa peristiwa restrukturisasi perbankan tidak berbeda dalam suatu kondisi yang berbeda. Hal ini disebabkan oleh *event* yang sama sehingga membuat para investor memberi respon yang sama untuk suatu peristiwa yang sama walaupun periodenya berbeda.

4.3.7. Hipotesis 7

Dari gambar 4.6 terlihat pergerakan aktivitas volume perdagangan saham perbankan selama restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000.

Gb. 4.6. Aktivitas volume perdagangan selama restrukturisasi perbankan 1999 & 2000



Sumber: data 1999 dan 2000, diolah

$$H_0 : ATVA_{N, \text{sekitar '99}} = ATVA_{N, \text{sekitar '00}}$$

→ Rata-rata aktivitas volume perdagangan sekitar restrukturisasi perbankan 1999 secara signifikan tidak berbeda dengan sekitar restrukturisasi perbankan 2000.

$$H_a : ATVA_{N, \text{sekitar '99}} \neq ATVA_{N, \text{sekitar '00}}$$

→ Rata-rata aktivitas volume perdagangan sekitar restrukturisasi perbankan 1999 secara signifikan berbeda dengan sekitar restrukturisasi perbankan 2000.

Tabel 4.14. Uji statistik beda rata-rata aktivitas volume perdagangan selama periode kejadian pada restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000.

Hari ke	TVA 1999	Hari ke	TVA2000
-10	0.006861	-10	0.0034378
-9	0.007453	-9	0.0044846
-8	0.010508	-8	0.0052914
-7	0.009774	-7	0.0013894
-6	0.074482	-6	0.0027929
-5	0.015172	-5	0.0031462
-4	0.006048	-4	0.1309511
-3	0.005375	-3	0.0042478
-2	0.011968	-2	0.0151413
-1	0.021514	-1	0.0075823
0	0.017463	0	0.0065868
1	0.007669	1	0.0047488
2	0.010548	2	0.0037207
3	0.01599	3	0.0063137
4	0.011058	4	0.0030848
5	0.010055	5	0.0053283
6	0.019138	6	0.0051553
7	0.014026	7	0.005703
8	0.007114	8	0.0074229
9	0.029407	9	0.0025195
10	0.030581	10	0.0035167
rata-rata	0.0162954		0.0110745
std deviasi	0.0007169		0.0027611
t hitung	1.9*		

Sumber : data sekunder (1999 & 2000) yang diolah

Keterangan : * signifikan pada tingkat keyakinan 90%

Setelah diuji terjadi perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan yang signifikan selama periode kejadian pada restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000. Adanya perbedaan tersebut dimungkinkan karena adanya perbedaan kebijakan perekonomian pada kedua periode. Pemberlakuan pembelian saham dalam 1 lot sama dengan 500 lembar berlaku hingga bulan Agustus 1999 dan sejak saat itu standar 1 lot diberlakukan menjadi 5000 lembar saham. Di dalam membeli saham perbankan, sebelum bulan Agustus 1999, para investor dapat melakukan portfolio saham dalam jumlah yang

lebih banyak daripada setelah bulan Agustus 1999. Sehingga hal ini mengakibatkan investor lebih hati-hati di dalam melakukan investasinya setelah bulan Agustus 1999. di pasar sehingga transaksi perdagangan yang tinggi dapat disebabkan oleh aktivitas jual yang tinggi, aktivitas beli yang tinggi atau kombinasi aktivitas jual dan beli tinggi. Kemungkinan lain adalah faktor politik yang tidak mendukung investor untuk banyak berinvestasi di BEJ pada saat restrukturisasi perbankan 2000, sehingga sulit untuk mengharapkan kinerja uang yang baik lagi. Sehingga perhatian investor hanya akan tertuju pada saham yang dikenal sangat likuid.

Dari hasil pengujian penelitian di atas dapat diringkas dalam tabel

4.15

Tabel 4.15. Ringkasan hasil pengujian reaksi pasar modal terhadap pengumuman restrukturisasi perbankan.

Hipotesis Ke	Kejadian yang diuji	Keterangan
1	Rata-rata AR harian selama <i>event</i>	- periode pengamatan 1999 tidak signifikan - periode pengamatan 2000 signifikan positif pada t_0 *** signifikan negatif pada t_1 **
2	Rata-rata AR pada saat dan sekitar <i>event</i>	- periode pengamatan 1999 tidak signifikan - periode pengamatan 2000 signifikan *
3	Rata-rata TVA pada saat dan sekitar <i>event</i>	- periode pengamatan 1999 signifikan * - periode pengamatan 2000 tidak signifikan
4	Rata-rata AR sebelum dan sesudah <i>event</i>	- periode pengamatan 1999 tidak signifikan - periode pengamatan 2000 signifikan *
5	Rata-rata TVA sebelum dan sesudah <i>event</i>	- periode pengamatan 1999 signifikan * - periode pengamatan 2000 tidak signifikan
6	Rata-rata AR selama periode <i>event</i> (1999 & 2000)	Tidak signifikan
7	Rata-rata TVA selama periode <i>event</i> (1999 & 2000)	Signifikan ***

Sumber : data 1999 dan 2000, diolah

Ket : AR : *Abnormal return*

TVA : *Trading volume activity*

Tanda * signifikan pada α 1%

Tanda ** signifikan pada α 5%

Tanda *** signifikan pada α 10%

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Pada bab ini akan dikemukakan kesimpulan dan implikasi kebijakan dari hasil penelitian yang telah dilakukan. Kesimpulan mengenai hipotesis dan masalah penelitian dituliskan pada sub bab 5.1 dan 5.2. Sedangkan implikasi teoritis dan implikasi manajerial dituliskan pada sub bab 5.3. dan 5.4. Untuk limitasi dan agenda penelitian di masa mendatang dituliskan pada sub bab 5.5 dan 5.6.

5.1. Kesimpulan Hipotesis Penelitian.

5.1.1. Kesimpulan Hipotesis 1

Peristiwa restrukturisasi perbankan 1999 ternyata tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan kepada pelaku pasar, walaupun fakta menunjukkan IHSG berfluktuasi cukup tajam. Tidak adanya *abnormal return* yang signifikan berarti resiko yang disebabkan oleh peristiwa tersebut dapat diantisipasi dan diminimalkan oleh investor. Dengan tidak adanya *abnormal return* ini maka dapat dikatakan bahwa *return* yang diharapkan sama dengan *return* yang ada sehingga dapat dikatakan pula bahwa rata-rata *abnormal return* harian selama periode restrukturisasi perbankan 1999 sama dengan nol.

Sedangkan pada periode restrukturisasi perbankan 2000 ternyata memberikan *abnormal return* yang signifikan kepada pelaku pasar. Hal ini

berarti bahwa resiko yang disebabkan oleh peristiwa tersebut tidak dapat diantisipasi dan diminimalkan oleh investor.

Pada restrukturisasi perbankan 1999 tidak cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek meningkatnya pendapatan emiten di masa yang akan datang, sedangkan restrukturisasi perbankan 2000 cukup bermakna dalam memberikan muatan informasi tentang prospek perolehan pendapatan emiten di masa yang datang.

5.1.2. Kesimpulan Hipotesis 2

Tidak adanya beda rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi 1999 dengan hari-hari sekitar pengumuman sangat mendukung hipotesis 1. Demikian pula dengan terjadinya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada restrukturisasi perbankan 2000 juga memperkuat hipotesis 1. dapat dikatakan pula bahwa pada saat restrukturisasi perbankan 1999, pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat.

Tidak terjadinya beda rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada tahun 1999 karena periode tersebut peristiwa yang diharapkan oleh investor. Dengan kata lain, ekspektasi investor terhadap harga saham tidak meleset. Hal ini dikaitkan pula dengan tanggal pengumuman yang telah diketahui oleh investor (*anticipated event*) sehingga dapat menimbulkan situasi yang pasti bagi investor.

Sedangkan pada restrukturisasi perbankan 2000 terdapat beda rata-rata *abnormal return* yang signifikan. Hal ini berkaitan dengan ketidakpastian tanggal pemberitahuan pengumuman restrukturisasi tersebut

(*unanticipated event*) sehingga hal ini membuat investor tidak mempunyai ekspektasi dalam berinvestasi dan hal tersebut kemudian menimbulkan *abnormal return*.

5.1.3. Kesimpulan Hipotesis 3

Pada periode restrukturisasi perbankan 1999 terjadi perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan yang signifikan pada saat dan sekitar pengumuman. Adanya perbedaan ini dapat disebabkan oleh sikap investor yang menunda aksi jual dan beli pada saat kejadian. Hal itu terlihat dari rata-rata aktivitas perdagangan pada saat peristiwa lebih kecil dari sekitar peristiwa.

Sedangkan pada periode 2000 tidak terjadi perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan yang signifikan. Hal ini berlawanan dengan harapan akan terjadi kesamaan dengan hasil yang diperoleh dari hipotesa sebelumnya. Kemungkinan yang terjadi karena adanya faktor lain yang secara tidak langsung mempengaruhi aksi jual dan beli dari investor. Sepinya perdagangan di BEJ dan tipisnya peningkatan perdagangan berkaitan dengan minat beli investor terhadap saham bank masih bertahan.

5.1.4. Kesimpulan Hipotesis 4

Pada peristiwa restrukturisasi perbankan 1999 tidak terdapat beda rata-rata *abnormal return* secara signifikan pada sebelum dan sesudah pengumuman. Hal ini mungkin disebabkan oleh *anticipated event* tersebut. Sehingga pasar sudah mengantisipasi dan mendapatkan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *event* secara statistik adalah nol. Selain dengan adanya *anticipated event* tersebut, kemungkinan yang lain adalah informasi

yang tersedia diserap dengan baik oleh pasar sehingga terjadi penyesuaian terhadap peristiwa ekonomi baik sebelum maupun sesudah peristiwa. Informasi yang tersebar dengan baik dan merata tidak akan menimbulkan informasi yang mempengaruhi pasar.

Rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa restrukturisasi perbankan 2000 ternyata mengalami perbedaan secara signifikan. Hal ini mungkin disebabkan oleh kurang antisipasi pasar terhadap pengumuman tersebut. Semua itu berkaitan dengan *unanticipated event* tadi sehingga pasar tidak dapat menyerap informasi dengan baik.

5.1.5. Kesimpulan Hipotesis 5

Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 mengalami perbedaan secara signifikan. Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum peristiwa lebih rendah daripada sesudah, ada kemungkinan pengumuman ini merupakan *good news* apabila aktivitas beli terjadi di pasar sehingga transaksi perdagangan tinggi. Dikatakan sebagai *good news* karena pada hipotesa sebelumnya peristiwa ini tidak menimbulkan *abnormal return*.

Sedangkan rata-rata aktivitas volume perdagangan saat periode 2000 tidak mengalami perbedaan rata-rata secara signifikan atau dengan kata lain rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah restrukturisasi perbankan sama. Hal ini mungkin disebabkan karena tidak adanya perubahan dalam perdagangan saham finansial. Itu berkaitan dengan spekulasi jangka panjang yang tetap menjadi sikap pemodal. Dengan kondisi keuangan dan politik yang tidak menentu para investor tidak akan melakukan pembelian

jangka panjang. Juga mungkin tidak adanya isu positif yang mampu menggerakkan harga saham bank.

5.1.6. Kesimpulan Hipotesis 6

Tidak terdapat perbedaan rata-rata secara signifikan pada peristiwa restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000. Hal ini berarti bahwa peristiwa restrukturisasi perbankan sama dalam suatu kondisi yang berbeda. Hal ini disebabkan oleh *event* yang sama sehingga respon dari pasar adalah sama walaupun periodenya berbeda.

5.1.7. Kesimpulan Hipotesis 7

Terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan yang signifikan selama periode kejadian pada restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000. adanya perbedaan ini mungkin disebabkan oleh kebijakan perekonomian yang berbeda. Pada periode 1999 masih ditetapkan 1 lot = 500 saham, hal tersebut berlaku hingga Agustus 1999. Setelah Agustus 1999 pemberlakuan 1 lot = 5000 saham. Hal tersebut akan membuat investor harus berhati-hati di dalam melakukan investasi karena keadaan politik yang saat itu tidak menguntungkan akan mempengaruhi aktivitas perdagangan. Faktor politik yang tidak mendukung investor untuk banyak berinvestasi di BEJ pada saat restrukturisasi perbankan 2000. hal itu yang kemudian akan menjadikan sulitnya mengharapkan kinerja uang yang baik sehingga perhatian investor hanya tertuju pada saham yang likuid.

5.2. Kesimpulan Masalah Penelitian

Penelitian ini telah memberikan bukti empirik untuk menjawab tiga permasalahan yang telah diungkapkan pada bab I dan masing-masing akan dijabarkan dalam sub bab ini.

5.2.1. Kesimpulan masalah penelitian 1

Bagaimana reaksi pasar modal terhadap *monetary event*. Masalah penelitian ini didukung oleh 3 hipotesis yaitu hipotesis 1, 2 dan 3.

Berdasarkan hasil analisis data melalui teknik analisis data dengan menggunakan SPSS dapat diketahui bahwa pada periode 1999 tidak terdapat *abnormal return*. Tetapi pada periode 2000 ternyata terdapat *abnormal return*. Pada periode 1999 termasuk *anticipated event* sehingga pasar dapat mengantisipasi, sedangkan periode 2000 termasuk *unanticipated event* sehingga pasar tidak dapat mengantisipasi keadaan. Hal ini terbukti pada hipotesis 1 dimana pada saat periode 1999 rata-rata *abnormal return* selama periode kejadian secara signifikan tidak berbeda dengan atau sama dengan nol. Demikian pula pada periode 2000, ternyata terdapat *abnormal return* positif dan negatif. *Abnormal return* positif diperoleh pada saat *event date* (t_0) sedang *abnormal return* negatif diperoleh pada saat satu hari setelah *event date* (t_{+1}).

Dapat dikatakan bahwa pada tahun 1999 pasar sudah efisien dalam bentuk setengah kuat karena hasil yang diperoleh dari periode 1999 tidak terdapat *abnormal return* dengan asumsi variabel yang lain tetap. Atau dapat dikatakan bahwa pengumuman ini tidak mengandung informasi karena tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Hal ini diduga disebabkan

oleh (1) informasi pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 dapat diduga sebelum pengumuman dipublikasikan (2) para investor kurang memperhatikan faktor fundamental emiten, tetapi lebih memperhatikan arah pergerakan harga saham untuk memperoleh *capital gain* (3) banyaknya informasi di luar pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 yang diperkirakan mempengaruhi pergerakan harga saham.

Pada hipotesis 2 diharapkan dapat mendukung hipotesis 1. Periode 1999 tidak terdapat rata-rata *abnormal return* pada saat terjadi pengumuman perbankan sedangkan pada periode 2000 terdapat *abnormal return* sehingga hal ini dapat dikatakan bahwa hipotesis 2 mendukung hipotesis 1. hal ini mendukung pendapat ahli bahwa untuk *anticipated event* ternyata tidak terdapat *abnormal return*. Dan kemudian diketahui pula dengan *unanticipated event* akan terdapat *abnormal return*.

Hipotesis 3 juga diharapkan dapat mendukung hipotesis 1. tetapi ternyata setelah diuji ternyata pada periode 1999 terjadi perbedaan rata-rata aktivitas perdagangan saham pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan berbeda dengan hari sekitar pengumuman. Sedangkan pada periode 2000 ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini dapat dikatakan bahwa hipotesis 3 ternyata tidak mendukung hipotesis 1. tetapi hal ini lebih berkaitan dengan sikap para pemodal itu sendiri. Terutama pada periode 2000 terkait dengan keadaan politik yang secara tidak langsung terkait dengan aktivitas perdagangan.

5.2.2. Kesimpulan masalah penelitian 2

Bagaimana reaksi pasar yang terjadi antara sebelum dan sesudah *event monetary*, apakah terdapat perbedaan. Masalah penelitian ini didukung dua hipotesis yaitu hipotesis 4 dan 5.

Pada periode 1999 ternyata pasar tidak bereaksi dengan informasi *monetary event* tersebut. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan. Sehingga dapat dikatakan bahwa informasi ini merupakan informasi positif karena pergerakan harga saham bank di pasar modal telah menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham setelah peristiwa sama secara signifikan dari rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa. Tidak adanya perbedaan ini mengindikasikan banyaknya informasi lain di luar informasi restrukturisasi perbankan dan mempengaruhi pergerakan harga saham baik sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan tersebut sehingga variabilitas *return* yang terjadi antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman restrukturisasi perbankan tidak berbeda secara nyata.

Sedangkan periode 2000 terlihat pasar sangat bereaksi terhadap *event monetary* ini. Sehingga pada periode ini terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan.

Hal ini terkait dengan *anticipated event* dan *unanticipated event*. Dimana pada periode 1999 merupakan *anticipated event* dan periode 2000 merupakan *unanticipated event* dengan asumsi variabel yang lain tetap.

5.2.3. Kesimpulan masalah penelitian 3

Bagaimana reaksi pasar modal yang terjadi antara *monetary event* 1999 dan 2000, apakah terdapat perbedaan. Untuk mendukung masalah penelitian ini maka terdapat 2 hipotesis yaitu hipotesis 6 dan 7.

Pada hipotesis 6 telah dihasilkan bahwa dengan adanya informasi restrukturisasi perbankan ternyata tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada sekitar peristiwa restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000. Hal ini dapat dikatakan bahwa walaupun pada kondisi yang berbeda, hasil yang diperoleh akan tetap sama. Hal ini juga terkait dengan spesifikasi latar belakang informasi. Jadi walaupun pada kondisi yang berbeda tetapi karena *event* yang dihadapi sama maka investor cenderung menanggapi sama. Hal itu ditunjang dengan keadaan pasar yang sedang tidak *booming* dan keadaan politik yang turut mempengaruhinya, investor semakin berhati-hati dalam berinvestasi.

Sedangkan untuk hipotesis 7 dapat diungkapkan bahwa ternyata dengan adanya *monetary event* tersebut menimbulkan rata-rata aktivitas yang berbeda pula. Hal ini terkait dengan kebijakan perekonomian yang terjadi di BEJ. Dimana pada periode 1999 terdapat pemberlakuan 1 lot = 500 saham, sedangkan pada periode 2000 pemberlakuan 1 lot menjadi 5000. Hal ini akan mempengaruhi aktivitas perdagangan di BEJ. Ditambah lagi kondisi politik yang sedang kacau dan mempengaruhi kinerja keuangan sehingga investor hanya melakukan aktivitas perdagangan saham yang benar-benar likuid.

5.3. Implikasi Pada Teori-teori Manajemen

Berdasarkan model teoritis yang diajukan dalam penelitian ini dan telah diuji dengan menggunakan metode *Single Index Model* melalui program SPSS dan Excel, maka dapat disampaikan beberapa implikasi teoritis.

Penelitian mengenai reaksi harga saham perbankan terhadap pengumuman restrukturisasi perbankan dapat diperoleh pembuktian bahwa bentuk peristiwa yang tidak terantisipasi akan memperoleh *abnormal return*, demikian pula dengan peristiwa yang terantisipasi maka investor tidak akan memperoleh *abnormal return*.

Penelitian ini telah menunjukkan bahwa reaksi atas adanya *event* tertentu terhadap harga saham dalam perdagangan saham di BEJ belum tentu sepenuhnya berpengaruh terhadap *event date*. Sekalipun informasi yang ada juga tersedia tersebut sangat relevan. *Event* yang masuk sebagai informasi ke dalam pasar modal tidak terlepas dari pengaruh faktor lain yang berkaitan dengan *event* tersebut.

Dalam keadaan *unanticipated event*, pasar dapat dikatakan belum efisien. Dengan diperolehnya *abnormal return* maka pasar modal belum dapat dikatakan efisien, di sini dimaksudkan efisiensi setengah kuat karena pasar diharapkan dapat menyerap informasi yang dipublikasikan. Walaupun *legal merger* merupakan kelanjutan dari tahapan penyehatan perbankan nasional namun hal ini tidak terlalu mendapat respon dari pasar modal. Hal ini mungkin disebabkan oleh faktor politik yang sangat itu mempengaruhi perekonomian Indonesia. Sehingga investor lebih menyukai investasi yang spekulasi dalam jangka pendek dan hanya memilih saham yang benar-benar aktif dan likuid.

Hal tersebut mungkin tidak akan terjadi bila pasar tidak mengalami goncangan karena pengaruh politik yang tidak menentu. Demikian pula sebaliknya, apabila investor tidak mendapat *abnormal return* berarti pasar modal telah efisien karena investor sudah dapat mengantisipasi dari peristiwa yang akan terjadi sehingga mereka akan melakukan portfolio.

Walaupun telah diketahui bahwa pengumuman yang terantisipasi tidak akan mendapatkan *abnormal return* dan pengumuman yang tidak terantisipasi akan mendapatkan *abnormal return*, ada kalanya hasil studi yang terjadi tidak seperti yang diharapkan (tidak signifikan). Hal ini mungkin disebabkan oleh :

- kesalahan dalam mengidentifikasi tanggal pengumuman (tanggal peristiwa)
- kesalahan dalam memilih model untuk mengukur *abnormal return*.
- kesalahan dalam melakukan agregasi *abnormal return* (*cumulative abnormal return*).

Sehingga sangat penting untuk diperhatikan ketiga hal tersebut apabila akan melakukan penelitian dengan *event study*.

5.4. Implikasi Pada Kebijakan Manajerial

Berdasarkan hasil penelitian yang telah diperoleh melalui kajian telah pustaka dan hasil analisis data, maka implikasi manajerial yang dapat dianjurkan adalah sebagai berikut:

Peristiwa moneter yang sudah dapat diduga sebelumnya (*anticipated event*) ternyata tidak dapat mempengaruhi pasar karena sudah ada tindakan antisipasi jauh-jauh hari dan penyebaran informasi yang luas. Oleh sebab itu,

maka investor hendaknya memberikan perhatian pada faktor yang kemungkinan terjadinya belum secara pasti diketahui untuk mengambil tindakan-tindakan antisipasi terhadap investasinya.

Dari hasil penelitian diketahui bahwa dengan *anticipated event* tidak akan diperoleh *abnormal return* sedangkan dengan *unanticipated event* akan diperoleh *abnormal return*. Jadi ini terbukti bahwa informasi mengenai peristiwa merupakan unsur yang penting.

Investor dalam menarik informasi yang relevan yang berasal dari *monetary event* seharusnya cenderung memperhatikan portfolio yang cenderung *diversified* karena BEJ telah menjadi bagian *global stock market*.

5.5. Limitasi

Sebaiknya peneliti yang akan melanjutkan penelitian ini lebih berhati-hati dalam menginterpretasikan penelitian ini sebagai referensi. Adanya beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain jumlah sampel. Dalam penelitian ini digunakan jumlah sampel yang sama pada dua periode dan dengan nama perusahaan yang sama pula. Padahal hal tersebut belum tentu dapat mewakili pasar dalam melakukan investasinya di saham perbankan.

Selain itu model yang digunakan dalam penelitian ini hanya menghitung *expected return* dengan *Single Index Model*.

Di dalam penelitian ini tidak mempertimbangkan faktor-faktor lain yang terkait secara tidak langsung dengan *monetary event*.

5.6. Agenda Penelitian Mendatang

Pada agenda penelitian mendatang diharapkan dapat dilakukan penelitian dengan jumlah sampel yang tergantung besar kapitalisasinya. Dengan alat analisis *Multi Index Model* atau dengan *Capital Asset Pricing Model*. Kemudian juga meneliti faktor-faktor lain yang masih ada kaitannya dengan monetary *event* seperti pengaruh fluktuasi suku bunga atau kurs mata uang.

5.2. Kesimpulan Masalah Penelitian

Penelitian ini telah memberikan bukti empirik untuk menjawab tiga permasalahan yang telah diungkapkan pada bab I dan masing-masing akan dijabarkan dalam sub bab ini.

5.2.1. Kesimpulan masalah penelitian 1

Bagaimana reaksi pasar modal terhadap *monetary event*. Masalah penelitian ini didukung oleh 3 hipotesis yaitu hipotesis 1, 2 dan 3.

Berdasarkan hasil analisis data melalui teknik analisis data dengan menggunakan SPSS dapat diketahui bahwa pada periode 1999 tidak terdapat *abnormal return*. Tetapi pada periode 2000 ternyata terdapat *abnormal return*. Pada periode 1999 termasuk *anticipated event* sehingga pasar dapat mengantisipasi, sedangkan periode 2000 termasuk *unanticipated event* sehingga pasar tidak dapat mengantisipasi keadaan. Hal ini terbukti pada hipotesis 1 dimana pada saat periode 1999 rata-rata *abnormal return* selama periode kejadian secara signifikan tidak berbeda dengan atau sama dengan nol. Demikian pula pada periode 2000, ternyata terdapat *abnormal return* positif dan negatif. *Abnormal return* positif diperoleh pada saat *event date* (t_0) sedang *abnormal return* negatif diperoleh pada saat satu hari setelah *event date* (t_{+1}).

Dapat dikatakan bahwa pada tahun 1999 pasar sudah efisien dalam bentuk setengah kuat karena hasil yang diperoleh dari periode 1999 tidak terdapat *abnormal return* dengan asumsi variabel yang lain tetap. Atau dapat dikatakan bahwa pengumuman ini tidak mengandung informasi karena tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Hal ini diduga disebabkan

oleh (1) informasi pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 dapat diduga sebelum pengumuman dipublikasikan (2) para investor kurang memperhatikan faktor fundamental emiten, tetapi lebih memperhatikan arah pergerakan harga saham untuk memperoleh *capital gain* (3) banyaknya informasi di luar pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 yang diperkirakan mempengaruhi pergerakan harga saham.

Pada hipotesis 2 diharapkan dapat mendukung hipotesis 1. Periode 1999 tidak terdapat rata-rata *abnormal return* pada saat terjadi pengumuman perbankan sedangkan pada periode 2000 terdapat *abnormal return* sehingga hal ini dapat dikatakan bahwa hipotesis 2 mendukung hipotesis 1. hal ini mendukung pendapat ahli bahwa untuk *anticipated event* ternyata tidak terdapat *abnormal return*. Dan kemudian diketahui pula dengan *unanticipated event* akan terdapat *abnormal return*.

Hipotesis 3 juga diharapkan dapat mendukung hipotesis 1. tetapi ternyata setelah diuji ternyata pada periode 1999 terjadi perbedaan rata-rata aktivitas perdagangan saham pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan berbeda dengan hari sekitar pengumuman. Sedangkan pada periode 2000 ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini dapat dikatakan bahwa hipotesis 3 ternyata tidak mendukung hipotesis 1. tetapi hal ini lebih berkaitan dengan sikap para pemodal itu sendiri. Terutama pada periode 2000 terkait dengan keadaan politik yang secara tidak langsung terkait dengan aktivitas perdagangan.

5.2.2. Kesimpulan masalah penelitian 2

Bagaimana reaksi pasar yang terjadi antara sebelum dan sesudah *event monetary*, apakah terdapat perbedaan. Masalah penelitian ini didukung dua hipotesis yaitu hipotesis 4 dan 5.

Pada periode 1999 ternyata pasar tidak bereaksi dengan informasi *monetary event* tersebut. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan. Sehingga dapat dikatakan bahwa informasi ini merupakan informasi positif karena pergerakan harga saham bank di pasar modal telah menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham setelah peristiwa sama secara signifikan dari rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa. Tidak adanya perbedaan ini mengindikasikan banyaknya informasi lain di luar informasi restrukturisasi perbankan dan mempengaruhi pergerakan harga saham baik sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan tersebut sehingga variabilitas *return* yang terjadi antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman restrukturisasi perbankan tidak berbeda secara nyata.

Sedangkan periode 2000 terlihat pasar sangat bereaksi terhadap *event monetary* ini. Sehingga pada periode ini terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan.

Hal ini terkait dengan *anticipated event* dan *unanticipated event*. Dimana pada periode 1999 merupakan *anticipated event* dan periode 2000 merupakan *unanticipated event* dengan asumsi variabel yang lain tetap.

5.2.3. Kesimpulan masalah penelitian 3

Bagaimana reaksi pasar modal yang terjadi antara *monetary event* 1999 dan 2000, apakah terdapat perbedaan. Untuk mendukung masalah penelitian ini maka terdapat 2 hipotesis yaitu hipotesis 6 dan 7.

Pada hipotesis 6 telah dihasilkan bahwa dengan adanya informasi restrukturisasi perbankan ternyata tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada sekitar peristiwa restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000. Hal ini dapat dikatakan bahwa walaupun pada kondisi yang berbeda, hasil yang diperoleh akan tetap sama. Hal ini juga terkait dengan spesifikasi latar belakang informasi. Jadi walaupun pada kondisi yang berbeda tetapi karena *event* yang dihadapi sama maka investor cenderung menanggapinya sama. Hal itu ditunjang dengan keadaan pasar yang sedang tidak *booming* dan keadaan politik yang turut mempengaruhinya, investor semakin berhati-hati dalam berinvestasi.

Sedangkan untuk hipotesis 7 dapat diungkapkan bahwa ternyata dengan adanya *monetary event* tersebut menimbulkan rata-rata aktivitas yang berbeda pula. Hal ini terkait dengan kebijakan perekonomian yang terjadi di BEJ. Dimana pada periode 1999 terdapat pemberlakuan 1 lot = 500 saham, sedangkan pada periode 2000 pemberlakuan 1 lot menjadi 5000. Hal ini akan mempengaruhi aktivitas perdagangan di BEJ. Ditambah lagi kondisi politik yang sedang kacau dan mempengaruhi kinerja keuangan sehingga investor hanya melakukan aktivitas perdagangan saham yang benar-benar likuid.

5.3. Implikasi Pada Teori-teori Manajemen

Berdasarkan model teoritis yang diajukan dalam penelitian ini dan telah diuji dengan menggunakan metode *Single Index Model* melalui program SPSS dan Excel, maka dapat disampaikan beberapa implikasi teoritis.

Penelitian mengenai reaksi harga saham perbankan terhadap pengumuman restrukturisasi perbankan dapat diperoleh pembuktian bahwa bentuk peristiwa yang tidak terantisipasi akan memperoleh *abnormal return*, demikian pula dengan peristiwa yang terantisipasi maka investor tidak akan memperoleh *abnormal return*.

Penelitian ini telah menunjukkan bahwa reaksi atas adanya *event* tertentu terhadap harga saham dalam perdagangan saham di BEJ belum tentu sepenuhnya berpengaruh terhadap *event date*. Sekalipun informasi yang ada juga tersedia tersebut sangat relevan. *Event* yang masuk sebagai informasi ke dalam pasar modal tidak terlepas dari pengaruh faktor lain yang berkaitan dengan *event* tersebut.

Dalam keadaan *unanticipated event*, pasar dapat dikatakan belum efisien. Dengan diperolehnya *abnormal return* maka pasar modal belum dapat dikatakan efisien, di sini dimaksudkan efisiensi setengah kuat karena pasar diharapkan dapat menyerap informasi yang dipublikasikan. Walaupun *legal merger* merupakan kelanjutan dari tahapan penyehatan perbankan nasional namun hal ini tidak terlalu mendapat respon dari pasar modal. Hal ini mungkin disebabkan oleh faktor politik yang sangat itu mempengaruhi perekonomian Indonesia. Sehingga investor lebih menyukai investasi yang spekulasi dalam jangka pendek dan hanya memilih saham yang benar-benar aktif dan likuid.

Hal tersebut mungkin tidak akan terjadi bila pasar tidak mengalami goncangan karena pengaruh politik yang tidak menentu. Demikian pula sebaliknya, apabila investor tidak mendapat *abnormal return* berarti pasar modal telah efisien karena investor sudah dapat mengantisipasi dari peristiwa yang akan terjadi sehingga mereka akan melakukan portfolio.

Walaupun telah diketahui bahwa pengumuman yang terantisipasi tidak akan mendapatkan *abnormal return* dan pengumuman yang tidak terantisipasi akan mendapatkan *abnormal return*, ada kalanya hasil studi yang terjadi tidak seperti yang diharapkan (tidak signifikan). Hal ini mungkin disebabkan oleh :

- kesalahan dalam mengidentifikasi tanggal pengumuman (tanggal peristiwa)
- kesalahan dalam memilih model untuk mengukur *abnormal return*.
- kesalahan dalam melakukan agregasi *abnormal return* (*cumulative abnormal return*).

Sehingga sangat penting untuk diperhatikan ketiga hal tersebut apabila akan melakukan penelitian dengan *event study*.

5.4. Implikasi Pada Kebijakan Manajerial

Berdasarkan hasil penelitian yang telah diperoleh melalui kajian telah pustaka dan hasil analisis data, maka implikasi manajerial yang dapat dianjurkan adalah sebagai berikut:

Peristiwa moneter yang sudah dapat diduga sebelumnya (*anticipated event*) ternyata tidak dapat mempengaruhi pasar karena sudah ada tindakan antisipasi jauh-jauh hari dan penyebaran informasi yang luas. Oleh sebab itu,

maka investor hendaknya memberikan perhatian pada faktor yang kemungkinan terjadinya belum secara pasti diketahui untuk mengambil tindakan-tindakan antisipasi terhadap investasinya.

Dari hasil penelitian diketahui bahwa dengan *anticipated event* tidak akan diperoleh *abnormal return* sedangkan dengan *unanticipated event* akan diperoleh *abnormal return*. Jadi ini terbukti bahwa informasi mengenai peristiwa merupakan unsur yang penting.

Investor dalam menarik informasi yang relevan yang berasal dari monetary event seharusnya cenderung memperhatikan portfolio yang cenderung *diversified* karena BEJ telah menjadi bagian global *stock market*.

5.5. Limitasi

Sebaiknya peneliti yang akan melanjutkan penelitian ini lebih berhati-hati dalam menginterpretasikan penelitian ini sebagai referensi. Adanya beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain jumlah sampel. Dalam penelitian ini digunakan jumlah sampel yang sama pada dua periode dan dengan nama perusahaan yang sama pula. Padahal hal tersebut belum tentu dapat mewakili pasar dalam melakukan investasinya di saham perbankan.

Selain itu model yang digunakan dalam penelitian ini hanya menghitung *expected return* dengan *Single Index Model*.

Di dalam penelitian ini tidak mempertimbangkan faktor-faktor lain yang terkait secara tidak langsung dengan *monetary event*.

5.6. Agenda Penelitian Mendatang

Pada agenda penelitian mendatang diharapkan dapat dilakukan penelitian dengan jumlah sampel yang tergantung besar kapitalisasinya. Dengan alat analisis *Multi Index Model* atau dengan *Capital Asset Pricing Model*. Kemudian juga meneliti faktor-faktor lain yang masih ada kaitannya dengan monetary *event* seperti pengaruh fluktuasi suku bunga atau kurs mata uang.

5.2. Kesimpulan Masalah Penelitian

Penelitian ini telah memberikan bukti empirik untuk menjawab tiga permasalahan yang telah diungkapkan pada bab I dan masing-masing akan dijabarkan dalam sub bab ini.

5.2.1. Kesimpulan masalah penelitian 1

Bagaimana reaksi pasar modal terhadap *monetary event*. Masalah penelitian ini didukung oleh 3 hipotesis yaitu hipotesis 1, 2 dan 3.

Berdasarkan hasil analisis data melalui teknik analisis data dengan menggunakan SPSS dapat diketahui bahwa pada periode 1999 tidak terdapat *abnormal return*. Tetapi pada periode 2000 ternyata terdapat *abnormal return*. Pada periode 1999 termasuk *anticipated event* sehingga pasar dapat mengantisipasi, sedangkan periode 2000 termasuk *unanticipated event* sehingga pasar tidak dapat mengantisipasi keadaan. Hal ini terbukti pada hipotesis 1 dimana pada saat periode 1999 rata-rata *abnormal return* selama periode kejadian secara signifikan tidak berbeda dengan atau sama dengan nol. Demikian pula pada periode 2000, ternyata terdapat *abnormal return* positif dan negatif. *Abnormal return* positif diperoleh pada saat *event date* (t_0) sedang *abnormal return* negatif diperoleh pada saat satu hari setelah *event date* (t_{+1}).

Dapat dikatakan bahwa pada tahun 1999 pasar sudah efisien dalam bentuk setengah kuat karena hasil yang diperoleh dari periode 1999 tidak terdapat *abnormal return* dengan asumsi variabel yang lain tetap. Atau dapat dikatakan bahwa pengumuman ini tidak mengandung informasi karena tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Hal ini diduga disebabkan

oleh (1) informasi pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 dapat diduga sebelum pengumuman dipublikasikan (2) para investor kurang memperhatikan faktor fundamental emiten, tetapi lebih memperhatikan arah pergerakan harga saham untuk memperoleh *capital gain* (3) banyaknya informasi di luar pengumuman restrukturisasi perbankan 1999 yang diperkirakan mempengaruhi pergerakan harga saham.

Pada hipotesis 2 diharapkan dapat mendukung hipotesis 1. Periode 1999 tidak terdapat rata-rata *abnormal return* pada saat terjadi pengumuman perbankan sedangkan pada periode 2000 terdapat *abnormal return* sehingga hal ini dapat dikatakan bahwa hipotesis 2 mendukung hipotesis 1. hal ini mendukung pendapat ahli bahwa untuk *anticipated event* ternyata tidak terdapat *abnormal return*. Dan kemudian diketahui pula dengan *unanticipated event* akan terdapat *abnormal return*.

Hipotesis 3 juga diharapkan dapat mendukung hipotesis 1. tetapi ternyata setelah diuji ternyata pada periode 1999 terjadi perbedaan rata-rata aktivitas perdagangan saham pada saat terjadinya pengumuman restrukturisasi perbankan berbeda dengan hari sekitar pengumuman. Sedangkan pada periode 2000 ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini dapat dikatakan bahwa hipotesis 3 ternyata tidak mendukung hipotesis 1. tetapi hal ini lebih berkaitan dengan sikap para pemodal itu sendiri. Terutama pada periode 2000 terkait dengan keadaan politik yang secara tidak langsung terkait dengan aktivitas perdagangan.

5.2.2. Kesimpulan masalah penelitian 2

Bagaimana reaksi pasar yang terjadi antara sebelum dan sesudah *event monetary*, apakah terdapat perbedaan. Masalah penelitian ini didukung dua hipotesis yaitu hipotesis 4 dan 5.

Pada periode 1999 ternyata pasar tidak bereaksi dengan informasi *monetary event* tersebut. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan. Sehingga dapat dikatakan bahwa informasi ini merupakan informasi positif karena pergerakan harga saham bank di pasar modal telah menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham setelah peristiwa sama secara signifikan dari rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa. Tidak adanya perbedaan ini mengindikasikan banyaknya informasi lain di luar informasi restrukturisasi perbankan dan memengaruhi pergerakan harga saham baik sebelum dan sesudah pengumuman restrukturisasi perbankan tersebut sehingga variabilitas *return* yang terjadi antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman restrukturisasi perbankan tidak berbeda secara nyata.

Sedangkan periode 2000 terlihat pasar sangat bereaksi terhadap *event monetary* ini. Sehingga pada periode ini terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan.

Hal ini terkait dengan *anticipated event* dan *unanticipated event*. Dimana pada periode 1999 merupakan *anticipated event* dan periode 2000 merupakan *unanticipated event* dengan asumsi variabel yang lain tetap.

5.2.3. Kesimpulan masalah penelitian 3

Bagaimana reaksi pasar modal yang terjadi antara *monetary event* 1999 dan 2000, apakah terdapat perbedaan. Untuk mendukung masalah penelitian ini maka terdapat 2 hipotesis yaitu hipotesis 6 dan 7.

Pada hipotesis 6 telah dihasilkan bahwa dengan adanya informasi restrukturisasi perbankan ternyata tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* pada sekitar peristiwa restrukturisasi perbankan 1999 dan 2000. Hal ini dapat dikatakan bahwa walaupun pada kondisi yang berbeda, hasil yang diperoleh akan tetap sama. Hal ini juga terkait dengan spesifikasi latar belakang informasi. Jadi walaupun pada kondisi yang berbeda tetapi karena *event* yang dihadapi sama maka investor cenderung menanggapi sama. Hal itu ditunjang dengan keadaan pasar yang sedang tidak *booming* dan keadaan politik yang turut mempengaruhinya, investor semakin berhati-hati dalam berinvestasi.

Sedangkan untuk hipotesis 7 dapat diungkapkan bahwa ternyata dengan adanya *monetary event* tersebut menimbulkan rata-rata aktivitas yang berbeda pula. Hal ini terkait dengan kebijakan perekonomian yang terjadi di BEJ. Dimana pada periode 1999 terdapat pemberlakuan 1 lot = 500 saham, sedangkan pada periode 2000 pemberlakuan 1 lot menjadi 5000. Hal ini akan mempengaruhi aktivitas perdagangan di BEJ. Ditambah lagi kondisi politik yang sedang kacau dan mempengaruhi kinerja keuangan sehingga investor hanya melakukan aktivitas perdagangan saham yang benar-benar likuid.

5.3. Implikasi Pada Teori-teori Manajemen

Berdasarkan model teoritis yang diajukan dalam penelitian ini dan telah diuji dengan menggunakan metode *Single Index Model* melalui program SPSS dan Excel, maka dapat disampaikan beberapa implikasi teoritis.

Penelitian mengenai reaksi harga saham perbankan terhadap pengumuman restrukturisasi perbankan dapat diperoleh pembuktian bahwa bentuk peristiwa yang tidak terantisipasi akan memperoleh *abnormal return*, demikian pula dengan peristiwa yang terantisipasi maka investor tidak akan memperoleh *abnormal return*.

Penelitian ini telah menunjukkan bahwa reaksi atas adanya *event* tertentu terhadap harga saham dalam perdagangan saham di BEJ belum tentu sepenuhnya berpengaruh terhadap *event date*. Sekalipun informasi yang ada juga tersedia tersebut sangat relevan. *Event* yang masuk sebagai informasi ke dalam pasar modal tidak terlepas dari pengaruh faktor lain yang berkaitan dengan *event* tersebut.

Dalam keadaan *unanticipated event*, pasar dapat dikatakan belum efisien. Dengan diperolehnya *abnormal return* maka pasar modal belum dapat dikatakan efisien, di sini dimaksudkan efisiensi setengah kuat karena pasar diharapkan dapat menyerap informasi yang dipublikasikan. Walaupun *legal merger* merupakan kelanjutan dari tahapan penyehatan perbankan nasional namun hal ini tidak terlalu mendapat respon dari pasar modal. Hal ini mungkin disebabkan oleh faktor politik yang sangat itu mempengaruhi perekonomian Indonesia. Sehingga investor lebih menyukai investasi yang spekulasi dalam jangka pendek dan hanya memilih saham yang benar-benar aktif dan likuid.

Hal tersebut mungkin tidak akan terjadi bila pasar tidak mengalami goncangan karena pengaruh politik yang tidak menentu. Demikian pula sebaliknya, apabila investor tidak mendapat *abnormal return* berarti pasar modal telah efisien karena investor sudah dapat mengantisipasi dari peristiwa yang akan terjadi sehingga mereka akan melakukan portfolio.

Walaupun telah diketahui bahwa pengumuman yang terantisipasi tidak akan mendapatkan *abnormal return* dan pengumuman yang tidak terantisipasi akan mendapatkan *abnormal return*, ada kalanya hasil studi yang terjadi tidak seperti yang diharapkan (tidak signifikan). Hal ini mungkin disebabkan oleh :

- kesalahan dalam mengidentifikasi tanggal pengumuman (tanggal peristiwa)
- kesalahan dalam memilih model untuk mengukur *abnormal return*.
- kesalahan dalam melakukan agregasi *abnormal return* (*cumulative abnormal return*).

Sehingga sangat penting untuk diperhatikan ketiga hal tersebut apabila akan melakukan penelitian dengan *event study*.

5.4. Implikasi Pada Kebijakan Manajerial

Berdasarkan hasil penelitian yang telah diperoleh melalui kajian telah pustaka dan hasil analisis data, maka implikasi manajerial yang dapat dianjurkan adalah sebagai berikut:

Peristiwa moneter yang sudah dapat diduga sebelumnya (*anticipated event*) ternyata tidak dapat mempengaruhi pasar karena sudah ada tindakan antisipasi jauh-jauh hari dan penyebaran informasi yang luas. Oleh sebab itu,

maka investor hendaknya memberikan perhatian pada faktor yang kemungkinan terjadinya belum secara pasti diketahui untuk mengambil tindakan-tindakan antisipasi terhadap investasinya.

Dari hasil penelitian diketahui bahwa dengan *anticipated event* tidak akan diperoleh *abnormal return* sedangkan dengan *unanticipated event* akan diperoleh *abnormal return*. Jadi ini terbukti bahwa informasi mengenai peristiwa merupakan unsur yang penting.

Investor dalam menarik informasi yang relevan yang berasal dari monetary event seharusnya cenderung memperhatikan portfolio yang cenderung *diversified* karena BEJ telah menjadi bagian global *stock market*.

5.5. Limitasi

Sebaiknya peneliti yang akan melanjutkan penelitian ini lebih berhati-hati dalam menginterpretasikan penelitian ini sebagai referensi. Adanya beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain jumlah sampel. Dalam penelitian ini digunakan jumlah sampel yang sama pada dua periode dan dengan nama perusahaan yang sama pula. Padahal hal tersebut belum tentu dapat mewakili pasar dalam melakukan investasinya di saham perbankan.

Selain itu model yang digunakan dalam penelitian ini hanya menghitung *expected return* dengan *Single Index Model*.

Di dalam penelitian ini tidak mempertimbangkan faktor-faktor lain yang terkait secara tidak langsung dengan *monetary event*.

5.6. Agenda Penelitian Mendatang

Pada agenda penelitian mendatang diharapkan dapat dilakukan penelitian dengan jumlah sampel yang tergantung besar kapitalisasinya. Dengan alat analisis *Multi Index Model* atau dengan *Capital Asset Pricing Model*. Kemudian juga meneliti faktor-faktor lain yang masih ada kaitannya dengan monetary *event* seperti pengaruh fluktuasi suku bunga atau kurs mata uang.

DAFTAR PUSTAKA

Ambar WH dan Bambang S (1998), " Pengaruh publikasi-publikasi Laporan Arus Kas terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di BEJ, " *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 1.

Afthon Shodaq Noor (1997), " Perbandingan Reaksi Harga dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham di BEJ Terhadap Pemilu 1992 dan Pemilu 1997, " *Laporan Internship Program Studi MM UGM*.

Andersen, Kim (1998), " Structural Changes in A Reforming World Economics: Implication for Indonesia, " *Buletin of Indonesia Ecn., Studies* v. 34 no 3.

Brenna, Michael J and Patricia J. Hughes, 1991, " Stock Prices and the supply of information, " *Journal of Finance* 46.

Brigham, EF and LC Gapenski (1996), " Intermediate Financial Management, " *Fourth edision, New York: The Dryden Press*.

Corrado, Charles J (1989), " A Nonparametric Test for Abnormal Securiy-Price Performance in Event Studies, " *Journal of Financial Economics* 23.

Elton, EJ & Gruber, MJ (1991), " Modern Portfolio Theory and Investmant Analysis, " *4th Editor, John Wiley & Son, Inc.*

Fama, et all (1969), " The Adjustment of Stock Price to New Information, " *International Economic Review, Pebruary*.

_____(1991), " Efficient Capital Market, " *Journal of finance* vol 46, no 5 December.

UPT-PUSTAKA

Fama, Eugene S (1981), " Stock Return Real Activity Inflation & Money, " *The American Economic Review* vol. 71 No. 4.

Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998). "Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia," PT BEJ Jakarta.

Foster, Richard (1977), " Quaterly Accounting Data: Time Series Properties Predictive Ability Result," *Accounting Review*, no 52.

Harijono, SE, MAF (1999), " Event Study; " *Seri Kertas Kerja Fakultas Ekonomi UKSW*.

Jogiyanto Hartono (1998), "Teori Portfolio dan Investasi, " BPFE Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

Guntari Hudiwinarti (1998), " Reformasi sektor Perbankan di Indonesia Menghadapi Persaingan Globalisasi pada Abad 21, " *Ventura* v.2 no.1.

Herman Legowo dan Mas'ud Machfoedz (1997), " Efisiensi Pasar Modal: Perbandingan pada 2 Periode yang Berbeda Dalam Pasar Modal Indonesia, " *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, v. 13 no. 2 .

Iqbal Mansur, Stephen J Cochran dan Gregory L Froiro (1989), " The Relationship Between the Equity Return Levels of Airline Companies and Unanticipated Events : The Case of the 1979 DC-10 Grounding, " *Logistics and Transportation Review*, December 1989.

Karpoff, JM (1986), " A Theory of Trading Volume, " *The Journal of Finance* 41.

Lepi T Tarmidi (1999), " Krisis Moneter Indonesia : Sebab, Dampak, Peran IMF dan Saran, " *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Maret.

Linnan, David K (1999), "Insolvency Reform and The Indonesia Financial Crisis" *Buletin of Indonesia Ecn. Studies* v.35 no. 2.

Mackinlay, AC (1997), "Event Studies in Economies and Finance," *Journal of Economics Literature* 35.

Marwan Asri (1996), "US Multinationals' Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change," *Kelola Business Review Edisi No. 11/VI/1996*.

M F Susiyanto (1999), "The Impact of Bank Restructuring Announcement on The Banking Stock Price (The Cases of Indonesia's Banking Reform on March 13, 1999 and the Issuance of Government Bonds on May 28, 1999)," *International Journal of Business, Gadjah Mada* vol. 1 no 2 September.

Peterson, PP (1989), "Event Studies: A Review of Issues of Methodology," *Courtley Journal of Business Economics* vol. 28 No. 3 Summer.

Prasetyono (2000), "Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap *Abnormal Return Saham* di BEJ", *Media Ekonomi dan Bisnis* vol. XII no. 1 Juni.

Sharpe, WF (1995), "Investment", Prentice Hall International, Engelwood Cliffs, NJ.

Suad Husnan (1991), "Efisiensi Pasar Modal Indonesia," *Jurnal ekonomi keuangan Indonesia*.

Suad Husnan, Mamduh M Hanafi, Amin Wibowo (1996), "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan terhadap perdagangan saham variabilitas tingkat keuntungan", *Kelola Business Review* ed. 11/VI/1996.

SM Asri dan FA Setiawan (1998), "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri: Event Study pada peristiwa 27 Juli 1996", *Kelola* 18, Yogyakarta MM-UGM.

Untung Affandi & Sidharta Utama, Phd (1998),” Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada BEJ”, *Usahawan No. 03 th XXVII Maret 1998*.

Zaenal Arifin (1999),” Mencari Solusi Penyelamatan Perbankan Indonesia,” *Majalah STIMIK Dian Nuswantoro v.7 no. 4*.